ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 4

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР
как инвестировать в банки

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Банковский сектор: как инвестировать в банки

https://litres.ru/74748849
SelfPub; 2026

Аннотация

Банки — кровеносная система экономики и одни из самых щедрых плательщиков дивидендов на российском рынке. При этом привычные мультипликаторы к ним почти неприменимы, ведь у банков своя логика отчётности. Эта книга научит читать результаты банка так же уверенно, как отчёт обычной компании. Вы узнаете, что такое достаточность капитала и почему от неё зависят дивиденды, как чистая процентная маржа реагирует на ключевую ставку и что скрывает стоимость риска. Мы сравним крупные государственные и частные банки, цифровые экосистемы и нишевых игроков. Вы научитесь отличать устойчивый банк от того, чья высокая прибыль держится на рискованных кредитах.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Банк как магазин денег 5
Глава 2. Как устроена банковская система России 25
Глава 3. Почему банк нельзя читать как завод 47
Глава 4. Куда банк вкладывает деньги 68
Глава 5. Откуда банк берёт деньги 89
Конец ознакомительного фрагмента. 106

Виталий Гурьев
Банковский сектор: как инвестировать в банки

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Банк как магазин денег

Воскресное утро в Екатеринбурге, за окном мокрый апрельский снег, на кухне пахнет свежим кофе. Ольге сорок четыре года, она работает инженером-сметчиком в строительной компании и привыкла, что любая цифра в её жизни должна сходиться до копейки. На экране телефона открыта выписка по вкладу, который она только что закрыла: за год на её семьсот тысяч рублей набежало чуть больше девяноста тысяч процентов, а ещё пятьсот тысяч лежат в другом банке, где срок вклада заканчивается через два месяца. Сумма кажется ей приличной, особенно если вспомнить, что ещё несколько лет назад вклады приносили втрое меньше. Однако сметчица внутри неё не умеет радоваться цифре, не разобрав, из чего та сложилась, и задаёт неудобный вопрос.

Вопрос звучит так: если банк заплатил ей девяносто тысяч, сколько он заработал сам на её семистах тысячах? Ольга вспоминает, что в том же банке её сосед брал потребительский кредит, и ставка по нему была заметно выше, чем по её вкладу. Получается, что банк взял её деньги, отдал их кому-то дороже и оставил себе разницу. Мысль простая, почти школьная, но она тянет за собой следующую. Если банк так хорошо зарабатывает на её деньгах, может быть, выгоднее стать не вкладчиком, а совладельцем банка?

В тот же день в Казани тридцатиоднолетний Тимур сидит

в машине на парковке автосалона, где он работает менеджером по продажам. Обеденный перерыв он тратит на ленту каналов в мессенджере, посвящённых инвестициям. Один из авторов публикует подборку «банков с самыми щедрыми дивидендами», и на первом месте стоит небольшой региональный банк, который в этой книге мы будем называть «Сурский кредит». Дивидендная доходность у него, по словам автора, пятнадцать процентов годовых, что почти вдвое больше, чем у крупных игроков.

Тимур открывает приложение брокера и покупает акции «Сурского кредита» на сто двадцать тысяч рублей, почти треть своего портфеля. Он не знает, чем этот банк занимается, кто его клиенты и сколько у него капитала. Он знает только одну цифру, и эта цифра ему очень нравится. Вечером он рассказывает жене, что теперь будет получать дивиденды «как с депозита, только в два раза больше». Жена спрашивает, почему тогда все не покупают эти акции, и Тимур не находит ответа.

Ольга и Тимур будут сопровождать вас на протяжении всей книги. Ольга принесёт сюда недоверчивость, привычку проверять каждую строчку и умение читать длинные документы, но при этом полное незнание банковской кухни. Тимур принесёт увлечённость, скорость решений и типичные ошибки человека, который смотрит на одну яркую цифру. Возможно, вы узнаете себя в одном из них, а может быть, сразу в обоих. Почти каждый начинающий инвестор,

впервые глядящий на банк, колеблется между осторожным вкладчиком и охотником за доходностью.

Начнём с того, чтобы понять, чем вообще занимается банк, если отбросить рекламу, мобильные приложения и красивые офисы. Удобнее всего представить его как магазин, только торгует он не продуктами и не одеждой, а деньгами. Как любой магазин, банк сначала закупает товар, а потом продаёт его покупателям с наценкой. Разница лишь в том, что закупка и продажа денег растянуты во времени, а товар нельзя потрогать руками.

Закупка денег происходит у вкладчиков вроде Ольги, у компаний, которые держат на расчётных счетах выручку, у других банков и у центрального банка. Банк платит за этот товар процент, и чем дольше он хочет держать деньги, тем обычно дороже обходится закупка. Продажа денег происходит заёмщикам: семьям, которые покупают квартиру в ипотеку, людям, которые берут кредит на машину или ремонт, предприятиям, которым нужны средства на оборудование и сырьё. Покупатель платит банку цену денег, то есть процентную ставку по кредиту.

Наценка магазина денег называется процентным спредом, это разница между тем, сколько банк получает с заёмщиков, и тем, сколько он платит вкладчикам. Допустим, банк привлекает деньги в среднем под десять процентов, а выдаёт в среднем под пятнадцать. Тогда на каждые сто рублей товара он зарабатывает пять рублей валовой наценки в год. Из

этой наценки банк должен оплатить аренду отделений, зарплату сотрудников, программное обеспечение и, что особенно важно, убытки от покупателей, которые не вернули долг.

Вернёмся к вопросу Ольги и посчитаем грубо, сколько банк мог заработать на её семистах тысячах. Девяносто одна тысяча процентов за год соответствует ставке около тринадцати процентов. Допустим, банк выдал эти деньги в потребительские кредиты под двадцать процентов годовых и получил с заёмщиков сто сорок тысяч рублей. Разница в сорок девять тысяч и есть валовая наценка магазина на товаре Ольги, примерно семь процентов от суммы. Кажется, что банк получил очень много, почти половину того, что заплатил самой Ольге.

Однако из этих сорока девяти тысяч банк должен оплатить работу кредитного специалиста и колл-центра, содержание отделения, программы проверки заёмщиков, взносы в систему страхования вкладов и налоги. Кроме того, из каждой сотни заёмщиков по потребительским кредитам несколько человек перестают платить, и эти потери тоже ложатся на банк. После всех вычетов от сорока девяти тысяч может остаться десять или пятнадцать тысяч чистой прибыли, а в неудачный год не остаться ничего. Ольга видит только верхнюю строчку чужой сметы, а прибыль банка складывается из всех строчек сразу.

Последний пункт и отличает магазин денег от обычного магазина. Продавец хлеба получает деньги сразу на кассе и

больше никогда не думает о покупателе. Продавец денег отдаёт товар сразу, а получает плату частями в течение многих лет, и всё это время он рискует. Заёмщик может потерять работу, предприятие может разориться, залоговая квартира может подешеветь. Хороший банк отличается от плохого не столько размером наценки, сколько умением выбирать покупателей, которые заплатят до конца.

У магазина денег есть ещё одна особенность, которая делает его бизнес полезным для общества и одновременно опасным для него самого. Вкладчики хотят держать деньги недолго и иметь возможность забрать их в любой момент, а заёмщики хотят брать их надолго. Ольга кладёт деньги на год, а её сосед берёт кредит на пять лет, молодая семья берёт ипотеку на двадцать лет. Банк соединяет эти противоположные желания, и это называется трансформацией сроков.

Трансформация работает благодаря закону больших чисел. Когда у банка сотни тысяч вкладчиков, они не приходят за деньгами одновременно: один снимает, другой пополняет, третий продлевает вклад. Остатки на счетах в целом оказываются гораздо устойчивее, чем каждый отдельный вклад. Банк может смело выдавать длинные кредиты, опираясь на этот устойчивый остаток, и зарабатывать на том, что длинные деньги обычно стоят дороже коротких.

Риск трансформации проявляется в тот момент, когда закон больших чисел перестаёт действовать. Если по городу ползут слухи о проблемах банка, вкладчики приходят

за деньгами одновременно, и устойчивый остаток тает за несколько дней. Деньги же уже выданы в кредиты на годы вперёд, и быстро вернуть их невозможно. Так даже прибыльный банк может оказаться в ситуации, когда ему нечем расплатиться, и об этом риске мы подробно поговорим в четырнадцатой главе.

Из этого следует важная мысль, которую стоит запомнить с самого начала. Главный актив банка не записан в его балансе, и этот актив — доверие. Магазин продуктов может пережить слух о том, что у него закончился сыр, а магазин денег может не пережить слух о том, что у него заканчиваются деньги. Поэтому банки так дорожат репутацией, так тщательно выбирают слова в пресс-релизах и так болезненно реагируют на любые публичные сомнения в своей устойчивости. Инвестору полезно смотреть не только на цифры, но и на то, насколько клиенты доверяют банку и насколько это доверие оправдано.

Похожим образом банк трансформирует и суммы. Тысячи вкладчиков приносят ему по сто, двести, пятьсот тысяч рублей, а крупный завод просит кредит на несколько миллиардов. Ни один вкладчик не смог бы сам одолжить заводу такие деньги, да и не стал бы рисковать всеми сбережениями ради одного заёмщика. Банк собирает мелкие ручейки в большую реку и распределяет её между сотнями заёмщиков, так что ошибка с одним из них не губит всё дело.

Теперь о свойстве, которое кажется почти магическим и

которое удивляет многих новичков. Когда банк выдаёт кредит, он не берёт банкноты из сейфа и не перекладывает их из кармана Ольги в карман заёмщика. Он просто зачисляет сумму на счёт заёмщика, и в экономике появляются новые деньги, которых до этого не было. Заёмщик расплачивается ими с продавцом квартиры или машины, продавец несёт их в свой банк, и деньги продолжают ходить по кругу.

Представим, что банк одобрил предпринимателю кредит в три миллиона рублей на покупку грузового фургона. В тот же день на счёте предпринимателя появляются три миллиона, хотя ни один вкладчик не стал беднее. Предприниматель переводит деньги автосалону, автосалон держит их на расчётном счёте в своём банке, и теперь эти три миллиона стали чьим-то депозитом. Через пять лет, когда кредит будет погашен, эти деньги исчезнут так же незаметно, как появились. Банковская система в целом живёт в постоянном ритме рождения и погашения денег через кредиты.

Это не значит, что банк печатает деньги без ограничений. Каждая выдача кредита требует от него капитала, о котором речь пойдёт ниже, а также резервов ликвидности, потому что деньги заёмщика почти наверняка уйдут в другой банк. Ограничивает банк и спрос: никто не возьмёт кредит, если не видит, чем будет его возвращать. Центральный банк, в свою очередь, управляет общим объёмом кредитования через ключевую ставку и требования к банкам. Для инвестора важен главный вывод: кредит — это двигатель роста банка,

и банк растёт тогда, когда экономике нужны новые деньги.

Перейдём к цифрам, которые объясняют, почему акции банков ведут себя иначе, чем акции заводов или торговых сетей. У обычной промышленной компании собственный капитал часто составляет половину или больше всех её активов. У банка капитал составляет примерно десятую часть активов, а иногда и меньше, всё остальное — чужие деньги вкладчиков и кредиторов. Другими словами, банк работает с кредитным плечом около десяти к одному, и это нормальное состояние его бизнеса, а не признак беды.

Посмотрим, что это означает на простом примере. Допустим, у банка активы на сто миллиардов рублей, из них девяносто миллиардов — вклады и другие обязательства, а десять миллиардов — собственный капитал акционеров. Если банк заработает на активах полтора процента чистой прибыли, то есть полтора миллиарда, то на капитал акционеров это составит пятнадцать процентов годовых. Плечо превращает скромную доходность активов в солидную доходность для владельцев.

Теперь представим, что кредиты оказались хуже, чем думал банк, и он потерял не заработал, а потерял один процент активов, то есть один миллиард рублей. Для вкладчиков ничего страшного не произошло, их девяносто миллиардов по-прежнему на месте. Для акционеров же капитал уменьшился с десяти до девяти миллиардов, то есть на десять процентов. Если убыток составит пять процентов активов, акцио-

неры потеряют половину капитала, а при десяти процентах потеряют всё.

Почему же регулятор позволяет банкам работать с таким плечом, если оно так опасно? Причина в том, что активы банка, в отличие от активов завода, в основном состоят из долговых требований, которые хорошо диверсифицированы. Сто тысяч ипотечных кредитов не перестанут платить одновременно, если только не случится глубокий кризис, а убытки по ним можно заранее оценить статистически. Кроме того, банк обязан держать капитал в зависимости от рискованности активов, поэтому рискованный банк вынужден работать с меньшим плечом, чем осторожный. Плечо банка — это не беспечность, а расчёт, но расчёт, который иногда ошибается.

Инвестору полезно держать в голове простое правило перевода. Каждый процент активов банка равен примерно десяти процентам его капитала, и наоборот. Если вы читаете, что у банка проблемные кредиты выросли на два процента активов, это означает потенциальную угрозу пятой части капитала. Если вы видите, что доходность активов банка выросла на десятую долю процента, это означает прибавку около одного процентного пункта к доходности капитала. Это правило не точное, но оно помогает быстро почувствовать масштаб любой новости о банке.

Именно поэтому инвестор в банк должен смотреть на мир глазами осторожного кредитора, а не восторженного вла-

дельца. Небольшие ошибки в кредитной политике, которые для промышленной компании означали бы неприятный год, для банка способны уничтожить годы накопленной прибыли. Плечо работает в обе стороны: в хорошие времена оно делает банки одними из самых прибыльных компаний на рынке, в плохие — одними из самых уязвимых. Подробный разговор о капитале и о том, как регулятор следит за его достаточностью, ждёт вас в тринадцатой главе.

Откуда же у банка берутся доходы, кроме процентного спреда? Самый большой источник действительно процентный: банк получает проценты по кредитам, по облигациям в своём портфеле, по деньгам, размещённым у других банков. Второй источник — комиссии, которые клиенты платят за переводы, обслуживание карт, расчётные счета, продажу страховых полисов и инвестиционных продуктов. Третий источник — операции на финансовых рынках: торговля валютой, облигациями, акциями. Есть и прочие доходы, вроде сдачи в аренду недвижимости или продажи дочерних компаний, но они обычно невелики.

Для крупного универсального банка процентный доход составляет обычно две трети или три четверти всех доходов, комиссии — примерно четверть, рыночные операции — несколько процентов. У разных банков пропорции заметно отличаются, и по ним можно многое сказать о бизнес-модели. Каждый из этих источников мы разберём отдельно: процентную маржу в седьмой главе, комиссии в девятой, а об-

щую структуру отчёта о прибылях в шестой. Сейчас важно лишь запомнить, что банк зарабатывает не только на кредитах, но кредиты остаются его главным товаром.

Есть у банков черта, которую начинающие инвесторы часто недооценивают. Банк — это зеркало экономики, в которой он работает. Когда экономика растёт, компании расширяются и берут кредиты, люди уверены в завтрашнем дне и охотно покупают квартиры и машины, заёмщики вовремя платят. Банк в это время выдаёт много кредитов, почти не несёт убытков и показывает отличную прибыль.

Когда экономика замедляется, всё разворачивается в обратную сторону. Компании откладывают проекты, люди боятся брать новые долги, а часть старых заёмщиков перестаёт платить из-за потери работы или выручки. Банк одновременно теряет рост и получает убытки по старым кредитам, причём убытки обычно приходят с опозданием, когда экономика уже начинает восстанавливаться. Поэтому прибыль банка колеблется сильнее, чем прибыль многих других компаний, и инвестор должен помнить, в какой точке цикла он покупает.

На банк влияет ещё и цена денег, которую задаёт центральный банк через ключевую ставку. Изменение ставки по-разному сказывается на разных банках: одни зарабатывают больше, когда ставка растёт, другие страдают. Этот механизм настолько важен для понимания отрасли, что ему отведена целая восьмая глава. Пока же достаточно запомнить,

что инвестор в банки неизбежно становится наблюдателем за денежно-кредитной политикой.

Вернёмся к Ольге и к её идее стать совладельцем банка вместо того, чтобы оставаться вкладчиком. Положение вкладчика и акционера отличается принципиально, и это стоит понять до первой покупки. Вкладчик заранее знает, сколько получит, его доход ограничен ставкой по вкладу. Кроме того, вклады в пределах установленной законом суммы застрахованы государственной системой, о которой подробно рассказано в пятой главе. Если банк разорится, вкладчик в этих пределах получит свои деньги обратно.

Акционер находится в совершенно другом положении. Его доход не ограничен сверху: если банк растёт и зарабатывает, акционер получает дивиденды и рост стоимости акций. Его доход не ограничен и снизу, потому что в худшем случае он может потерять всё вложенное. При банкротстве или санации банка акционеры стоят в очереди последними, после вкладчиков, компаний, держателей облигаций и даже держателей субординированного долга. Чаще всего в такой ситуации их доля просто обнуляется, и об этом мы поговорим в девятнадцатой главе.

Если перевести это на язык магазина, вкладчик — это поставщик, которому магазин обязан заплатить за товар в любом случае. Акционер — это хозяин магазина, который получает всё, что осталось после расчётов с поставщиками, сотрудниками и налоговой. В удачный год остаётся много, в

неудачный может не остаться ничего или придётся докладывать собственные деньги. Ольга, которая привыкла к спокойным процентам по вкладу, должна понимать, что меняет предсказуемость на возможность большего дохода.

Это не значит, что акции банков подходят только смельчакам. Крупные устойчивые банки на длинном горизонте часто приносили акционерам доходность выше, чем вклады, за счёт дивидендов и роста бизнеса. Однако эта доходность приходит неровно, с годами просадок, и требует умения отличать устойчивый банк от рискованного. Научить вас этому умению и есть главная задача книги.

Прежде чем двигаться дальше, разберём несколько мифов, которые чаще всего встречаются у новичков, впервые посмотревших на банковский сектор. Первый миф звучит так: банк слишком большой, чтобы упасть, государство его всегда спасёт. Отчасти это верно для крупнейших банков, без которых не может работать платёжная система страны. Однако спасение банка государством почти всегда означает спасение вкладчиков и клиентов, а не акционеров. Акционеры при таких операциях обычно теряют свою долю или видят, как она многократно размывается.

Второй миф: банк всегда в плюсе, ведь он берёт деньги дёшево и отдаёт дорого. Наценка действительно есть почти всегда, но она легко съедается расходами и кредитными убытками. История любого банковского сектора, и российского в том числе, полна банков, которые годами показывали

прибыль, а затем за один кризисный год теряли весь капитал. Спред — это только начало расчёта, а не его конец.

Третий миф, который особенно близок Тимуру: высокие дивиденды означают хороший банк. Высокая дивидендная доходность может говорить о щедрой и устойчивой политике, а может говорить о том, что рынок не верит в продолжение выплат и уже снизил цену акций. Банк может платить большие дивиденды, проедая капитал, который понадобится ему в кризис. Отличать одно от другого мы научимся в шестнадцатой главе, а пока запомните, что дивиденд всегда нужно проверять капиталом.

Четвёртый миф: в банках разбираются только профессионалы, обычному человеку их отчётность не понять. Банковская отчётность действительно устроена иначе, чем отчётность завода, и привычные инструменты к ней подходят плохо. Однако набор ключевых показателей, по которым можно оценить банк, довольно компактен: маржа, комиссии, расходы, качество кредитов, стоимость риска, капитал, рентабельность. Каждому из них в книге посвящена отдельная глава, и к её концу вы будете читать отчёт банка увереннее, чем многие участники рынка.

Пятый миф, о котором стоит сказать отдельно: все банки одинаковые, разница только в вывеске. На самом деле крупный государственный банк, частный универсальный банк, цифровой банк без отделений и маленький нишевый банк, выдающий автокредиты, — это четыре совершенно разных

бизнеса. У них разная маржа, разные риски, разная реакция на ставку и разные нормальные уровни показателей. Сравнение банков без учёта их бизнес-модели приводит к ошибочным выводам, и этому посвящена восемнадцатая глава.

Шестой миф родился в голове у Тимура и встречается очень часто: акция банка похожа на вклад, только с повышенной ставкой. Тимур сравнивает пятнадцать процентов дивидендной доходности «Сурского кредита» со ставкой по вкладу и думает, что получил тот же вклад, только выгоднее. Однако по вкладу банк обязан заплатить обещанное, а по акции не обязан ничего: совет директоров может сократить дивиденд или отменить его вовсе. Цена акции при этом может упасть на треть за неделю, тогда как сумма вклада не меняется. Сравнивать дивидендную доходность со ставкой по вкладу можно только после того, как вы поняли, насколько устойчив бизнес, который этот дивиденд платит.

Несмотря на все оговорки, инвестору сложно обойти банковский сектор стороной. Банки и другие финансовые компании традиционно занимают одно из первых мест по весу в индексе Мосбиржи, а акции крупнейших банков входят в число самых ликвидных бумаг рынка. Если вы покупаете фонд на индекс, вы уже владеете кусочком банков, хотите вы этого или нет. Понимание того, как они устроены, нужно даже пассивному инвестору, чтобы спокойно реагировать на новости о ставке, кредитах и дивидендах.

Чтобы разговор не оставался абстрактным, на протяже-

нии всей книги мы будем разбирать один условный банк. Назовём его «Волго-Камский банк», сокращённо ВКБ, и поместим в Нижний Новгород. Это вымышленный частный универсальный банк, не входящий в число системно значимых, примерно из третьего десятка по размеру активов. Его акции торгуются на бирже, у него два миллиарда обыкновенных акций, а все цифры, которые мы будем приводить, условные и согласованы между собой во всех главах.

У ВКБ на конец условного 2025 года активы составляют один триллион двести миллиардов рублей, кредиты клиентам до вычета резервов — восемьсот миллиардов, средства клиентов — девятьсот миллиардов. Собственный капитал банка равен ста двадцати миллиардам, то есть ровно десяти процентам активов, что хорошо иллюстрирует кредитное плечо, о котором мы говорили выше. Чистая прибыль за 2025 год составила двадцать один миллиард рублей против семнадцати миллиардов годом ранее. Акции стоят на бирже шестьдесят шесть рублей, а капитал в расчёте на одну акцию равен шестидесяти рублям.

Эти цифры пока ничего вам не говорят, и это нормально. В каждой главе мы будем раскрывать одну грань ВКБ: из чего состоят его активы и пассивы, как он зарабатывает процентный и комиссионный доход, сколько тратит, какие у него проблемные кредиты, хватает ли ему капитала, сколько он платит дивидендов и сколько в итоге стоит. Ольга будет разбирать ВКБ по его отчётности, как разбирала бы смету

на строительство. Тимур будет параллельно разбираться, что же он купил в лице «Сурского кредита», и некоторые открытия окажутся для него неприятными.

Маршрут книги выстроен так, чтобы каждая глава опиралась на предыдущие. Во второй главе мы посмотрим на банковскую систему России целиком: кто её регулирует, какие банки в ней есть и какие из них можно купить на бирже. В третьей разберёмся, почему отчётность банка нельзя читать так же, как отчётность завода. Четвёртая и пятая главы посвящены балансу банка: куда он вкладывает деньги и откуда их берёт. С шестой по десятую главу мы пройдём по отчёту о прибылях от процентного дохода до расходов.

Главы с одиннадцатой по четырнадцатую посвящены рискам: качеству кредитов, стоимости риска, капиталу, ликвидности и рыночным рискам. В пятнадцатой главе мы соберём всё вместе в показатель рентабельности капитала, в шестнадцатой поговорим о дивидендах, в семнадцатой научимся оценивать банк. Восемнадцатая глава сравнит разные типы банков, девятнадцатая расскажет, как распознать банк в опасности. Двадцатая глава посмотрит в будущее отрасли и поможет вам выстроить собственный маршрут.

Эта книга входит в серию «Инвестиции по отраслям» и опирается на книгу серии о фундаментальном анализе. Там подробно объяснено, что такое отчётность по российским и международным стандартам, как устроены мультипликаторы и модель дисконтированных денежных потоков. Здесь мы

не будем повторять эти основы, а сосредоточимся на том, что отличает банки от всех остальных компаний. Если какие-то общие понятия покажутся вам незнакомыми, к ним всегда можно вернуться в той книге.

Что понадобится вам для работы с этой книгой? Прежде всего доступ к отчётности банков, которая публикуется на их сайтах в разделе для инвесторов, а также к данным, которые раскрывает Банк России. Пригодится электронная таблица, в которой удобно считать маржу, рентабельность и стоимость риска, и обычный калькулятор. Полезно завести папку, куда вы будете складывать отчёты интересующих вас банков за несколько лет, чтобы видеть динамику, а не один моментальный снимок.

Не понадобятся вам дорогие профессиональные терминалы, платные подписки на аналитику и знакомые в банковской среде. Всё, о чём пойдёт речь в книге, можно найти в открытых источниках: в отчётах самих банков, в публикациях Банка России, в раскрытии информации на бирже. Полезно приучить себя читать первоисточники, а не пересказы в каналах и новостных лентах, потому что пересказ почти всегда выбирает одну яркую цифру и опускает всё остальное. Тимур как раз пострадал от такого пересказа, хотя пока об этом не подозревает.

Понадобится и время, но не так много, как может показаться. Первый разбор банка займёт у вас несколько вечеров, потому что всё будет новым. Пятый разбор займёт пару ча-

сов, потому что вы будете знать, где искать нужные цифры и на что смотреть в первую очередь. Опытный аналитик за полчаса понимает, стоит ли банк дальнейшего изучения, и к концу книги вы приблизитесь к этому уровню.

Самое важное, что понадобится, — это правильный настрой. Банк нельзя оценить по одной цифре, будь то дивидендная доходность, прибыль или мультипликатор. Каждый показатель имеет смысл только рядом с другими: высокая маржа рядом с высокой стоимостью риска, высокая прибыль рядом с недостатком капитала, низкий мультипликатор рядом с плохими активами. Задача инвестора — собрать из этих фрагментов целостную картину, как сметчик собирает из сотен позиций стоимость здания.

Вечером того же воскресенья Ольга открывает сайт ВКБ, где у неё когда-то был вклад, и находит раздел для инвесторов. Там лежат годовые отчёты, квартальные презентации, какие-то документы с непонятными аббревиатурами. Она скачивает последний годовой отчёт и сохраняет его в новую папку с названием «Банки». Решение пока не принято, но вопрос из утренней выписки превратился в план.

Тимур в это время проверяет котировки «Сурского кредита» и видит, что акции подешевели на два процента за день. Он не знает почему и решает, что это случайность. Через несколько глав он узнает, что у дешевизны его банка есть вполне конкретные причины, которые можно было увидеть в отчётности ещё до покупки. Пока же он остаётся при своём

убеждении, что пятнадцать процентов дивидендной доходности говорят сами за себя.

Подведём итог первого знакомства с отраслью. Банк — это магазин денег, который закупает их у вкладчиков и других кредиторов, продаёт заёмщикам с наценкой и рискует тем, что часть покупателей не расплатится. Он соединяет короткие и мелкие сбережения с длинными и крупными кредитами, создаёт новые деньги и работает с плечом около десяти к одному. Плечо делает акционеров банка богаче в хорошие годы и уязвимее в плохие, а сама прибыль банка повторяет экономический цикл. Акционер банка, в отличие от вкладчика, не защищён ничем, кроме собственного понимания бизнеса.

Чтобы это понимание появилось, нужно сначала увидеть поле, на котором играют банки. Кто устанавливает для них правила, почему одних банков становится всё меньше, а другие растут, какие банки можно купить на бирже и где искать надёжную статистику по всей отрасли. Обо всём этом пойдёт речь в следующей главе, где мы посмотрим на банковскую систему России с высоты птичьего полёта.

Глава 2. Как устроена банковская система России

Ольга начинает с того, с чего начала бы любую новую смету: с выяснения, кто здесь главный и по каким правилам всё работает. В среду после работы она открывает сайт Банка России и находит справочник кредитных организаций. Она рассчитывала увидеть пару десятков знакомых названий, а увидела длинный перечень, который пришлось прокручивать несколько минут. Рядом с одними банками стоит пометка об универсальной лицензии, рядом с другими о базовой, а некоторые записи и вовсе относятся к организациям, которые даже не называются банками. Ольга понимает, что прежде чем выбирать банк для покупки, нужно разобраться в устройстве всей системы.

Тимур тем временем пытается понять, почему его «Сурский кредит» никто, кроме автора одного канала, не обсуждает. Он ищет новости о банке и находит в основном региональные заметки о новых отделениях в Пензенской области. Зато о крупных банках пишут каждый день, их акции разбирают аналитики, их отчёты ждут как события. Тимур впервые задумывается, что банки на рынке живут в разных мирах, и место банка в системе имеет значение для его акционеров.

Банковскую систему удобно представить как спортивную лигу с несколькими дивизионами. У лиги есть федерация, которая пишет правила, выдаёт допуски к соревнованиям, следит за соблюдением регламента и может дисквалифицировать нарушителя. Есть команды высшего дивизиона, на которые смотрит вся страна, и есть команды низших дивизионов, которые играют на местном уровне. Есть клубы, без которых лига просто не может существовать, и к ним федерация предъявляет особые требования. Эта аналогия пригодится нам на протяжении всей главы.

Начнём разговор с федерации, которая управляет всей лигой. В России банковская система двухуровневая: на верхнем уровне находится центральный банк, на нижнем — коммерческие банки и другие кредитные организации. Банк России не обслуживает граждан и компании напрямую, он работает с банками и через них влияет на всю экономику. Его главная задача по закону — защита и обеспечение устойчивости рубля, и для этого он управляет ключевой ставкой. Однако для инвестора в банки не менее важна вторая его роль: роль регулятора и надзорного органа.

Как регулятор, Банк России устанавливает правила, по которым работают банки. Он определяет, сколько капитала должен иметь банк, сколько ликвидных средств держать, как оценивать кредиты и создавать резервы, какую отчётность сдавать и как часто. Как надзорный орган, он проверяет соблюдение этих правил, получает от банков отчёты, проводит

инспекции и применяет меры: от предписаний и штрафов до ограничения отдельных операций. Самая жёсткая мера — отзыв лицензии, после которого банк прекращает существование как банк.

У надзора есть инструмент, о котором новички обычно не слышат, но который заметно влияет на отчётность банков. Регулятор вправе вынести так называемое мотивированное суждение: например, признать, что заёмщик банка на самом деле хуже, чем банк его оценил, или что группа компаний связана с владельцами банка. После такого суждения банк обязан доначислить резервы или пересчитать нормативы, и его прибыль с капиталом сразу уменьшаются. Иногда по отчёту банка видно, что в каком-то квартале резервы резко выросли без очевидной причины, и одно из возможных объяснений — именно претензии надзора. Для инвестора это напоминание, что цифры банка проверяет не только аудитор, но и регулятор, и окончательное слово часто остаётся за ним.

Надзорная работа регулятора по большей части не видна публике. Банк России не сообщает о каждом предписании или проверке, банк тоже не обязан рассказывать о них во всех подробностях. Наружу выходят лишь крупные события: введение ограничений на отдельные операции, штрафы, назначение временной администрации, отзыв лицензии. Поэтому инвестору приходится судить о взаимоотношениях банка с надзором косвенно, по динамике резервов, по комментариям менеджмента и по тому, насколько охотно банк

раскрывает информацию.

С 2013 года Банк России стал так называемым мегарегулятором. Ему передали надзор не только за банками, но и за всем финансовым рынком: страховщиками, брокерами, биржей, пенсионными фондами, микрофинансовыми организациями. Для инвестора в банки это означает, что правила для банковской группы, в которую входят страховая компания или брокер, пишет один и тот же орган. Небанковские финансовые компании подробно разбираются в книге серии о финансовом секторе за пределами банков, здесь мы касаемся их только как части банковских групп.

Почему для акционера так важно, что делает регулятор? Решения Банка России напрямую влияют на прибыль банков и на то, сколько из неё можно отдать акционерам. Повышение требований к капиталу заставляет банк удерживать больше прибыли и платить меньше дивидендов, а ужесточение требований к потребительскому кредитованию замедляет рост самого доходного сегмента. Смягчение правил на время кризиса, наоборот, может позволить банку показать лучшие результаты. Инвестор, который не следит за решениями регулятора, похож на болельщика, не знающего правил игры.

Полезно привыкнуть к тому, что регулятор обычно заранее объявляет о своих намерениях. Банк России публикует консультативные доклады, проекты нормативных актов и планы по изменению требований, часто за год или больше

до их вступления в силу. Рынок нередко реагирует на такие публикации раньше, чем на сами изменения, потому что аналитики сразу пересчитывают будущую прибыль и дивиденды банков. Если вы держите акции банка, имеет смысл хотя бы изредка просматривать раздел новостей регулятора, посвящённый банковскому регулированию.

Теперь о допусках к соревнованиям. Чтобы заниматься банковской деятельностью, организация должна получить лицензию Банка России. С 2018 года действует деление банков на два вида: банки с универсальной лицензией и банки с базовой лицензией. Для универсального банка минимальный размер собственных средств составляет один миллиард рублей, для банка с базовой лицензией — триста миллионов рублей. Эти пороги установлены законом и могут меняться, поэтому актуальные значения стоит сверять с действующей редакцией.

Банк с универсальной лицензией может проводить практически все банковские операции и работать с любыми клиентами, включая иностранных. Его регулируют по полному набору требований, близких к международным стандартам Базельского комитета. Банк с базовой лицензией ограничен в операциях: например, он не может свободно работать с иностранными контрагентами и имеет ограничения по ряду сделок. Взамен его регулируют по упрощённым правилам, с меньшим числом обязательных нормативов и менее объёмной отчётностью.

Идея этого деления довольно проста и понятна. Небольшие региональные банки, которые кредитуют местный бизнес и принимают вклады жителей своего города, не должны тратить ресурсы на соответствие сложным требованиям, рассчитанным на крупные международные операции. Им разрешили работать по упрощённым правилам в обмен на ограничение рисков, которые они могут на себя брать. Для инвестора банк с базовой лицензией почти всегда означает маленький, малоликвидный и узкий бизнес, хотя и среди таких банков встречаются устойчивые и прибыльные.

Банков с базовой лицензией в России довольно много по количеству, но их совокупная доля в активах сектора очень мала. Многие из них работают в одном регионе, обслуживают несколько тысяч клиентов и принадлежат одному или нескольким местным предпринимателям. Банк с базовой лицензией может со временем получить универсальную, если нарастит капитал и докажет регулятору готовность к более сложным операциям. Возможен и обратный путь, когда универсальный банк, не дотягивающий до порога капитала, переходит на базовую лицензию. Если вы встретите на бирже банк с базовой лицензией, это будет скорее исключение, чем правило.

Кроме банков, в системе есть небанковские кредитные организации. Это организации, которые проводят только отдельные банковские операции, например расчёты и переводы, инкассацию, работу центрального контрагента на бирже.

Они не принимают вклады граждан в обычном смысле и не выдают кредиты как банки. Инвестору они интересны редко, потому что их акции почти никогда не торгуются отдельно, а если торгуются, то в составе более крупной группы.

Следующее понятие, без которого невозможно говорить о российских банках, — системно значимые кредитные организации. Это команды высшей лиги, без которых соревнование просто остановится. Банк России ежегодно утверждает их перечень на основе нескольких критериев: размера активов, связанности с другими участниками финансового рынка, доли во вкладах населения и значимости для платёжной системы. В этот перечень входит около полутора десятков крупнейших банков страны.

Системно значимые банки сосредоточили большую часть активов сектора, по данным Банка России около четырёх пятых, и через них проходит основная доля платежей и вкладов. Именно поэтому регулятор предъявляет к ним повышенные требования. Они должны держать дополнительный запас капитала сверх обычного минимума, соблюдать особые нормативы ликвидности, рассчитанные по международным подходам, раскрывать больше информации и проходить более пристальный надзор. Подробно эти требования мы разберём в тринадцатой и четырнадцатой главах.

Для инвестора статус системно значимого банка имеет две стороны. С одной стороны, такой банк почти наверняка не будет просто закрыт в случае проблем: слишком велик

ущерб для экономики. С другой стороны, повышенные требования к капиталу означают, что ему приходится удерживать больше прибыли, а спасение в кризис, как мы уже говорили в первой главе, защищает прежде всего вкладчиков, а не акционеров. Рынок обычно оценивает системно значимые банки как более надёжные, но надёжность бизнеса и надёжность инвестиции в его акции — не одно и то же.

Посмотрим теперь на расстановку сил в лиге. Российский банковский сектор сильно сконцентрирован: несколько крупнейших банков контролируют большую часть рынка кредитов и вкладов. По данным Банка России, на пятёрку крупнейших банков приходится более половины всех активов сектора, а на крупнейший банк страны — около трети. Такая концентрация выше, чем во многих развитых странах, где крупнейший банк редко занимает больше десятой части рынка.

Чтобы почувствовать, что означает такая концентрация, представим себе город с десятью продуктовыми магазинами. Если один из них занимает треть рынка, а ещё четыре вместе с ним — больше половины, оставшимся пяти приходится делить между собой меньшую часть покупателей. Крупные сети могут договориться с поставщиками о лучших ценах, открыть магазины на лучших местах и потратить больше на рекламу. Маленьким магазинам остаются отдельные кварталы, узкий ассортимент или более высокие цены для тех, кому удобно ходить именно к ним. Примерно так же выглядит

конкуренция в российском банковском секторе.

Концентрация влияет на инвестора несколькими способами. Во-первых, крупнейшие банки обладают преимуществом в стоимости денег: вкладчики и компании несут им средства охотнее, и платить за эти деньги можно меньше. Во-вторых, они могут вкладывать в технологии суммы, недоступные средним и малым банкам, и тем самым ещё сильнее отрываться от конкурентов. В-третьих, у мелких игроков остаётся всё меньше пространства для манёвра, и им приходится искать ниши или конкурировать ставками, что повышает риск. Подробно о разных бизнес-моделях мы поговорим в восемнадцатой главе.

Концентрация — это результат не только естественной конкуренции, но и долгого процесса укрупнения. В начале 2010-х годов в России работало почти тысяча кредитных организаций, а к середине 2020-х их осталось около трёхсот пятидесяти, по данным Банка России. Часть банков объединилась или была поглощена более крупными, часть добровольно ушла с рынка, а значительная часть лишилась лицензий. Количество банков сократилось почти втрое, а объём активов сектора за то же время вырос в несколько раз.

Почему регулятор отзывал лицензии и какие признаки предшествовали этим отзывам, мы подробно разберём в девятнадцатой главе, где речь пойдёт о банках в опасности. Здесь важно понять общий итог для инвестора. Российский банковский сектор сегодня состоит из небольшого числа

крупных игроков и большого числа мелких банков, большинство из которых не торгуются на бирже. Тенденция к укрупнению продолжается, и средние банки нередко становятся объектами поглощения, что иногда бывает выгодно их акционерам, а иногда нет.

Посмотрим, как поглощение выглядит с точки зрения миноритария. Допустим, крупный банк договаривается с основным владельцем среднего публичного банка о покупке контрольного пакета. После перехода контроля закон обязывает покупателя сделать остальным акционерам предложение о выкупе их акций по цене не ниже определённого уровня, рассчитанного по правилам закона об акционерных обществах. Если цена сделки с основным владельцем была высокой, миноритарии получают хорошую премию к рынку. Если же контроль переходит в рамках сложной схемы или по невысокой цене, выкуп может оказаться невыгодным, и мелкому акционеру остаётся выбирать между плохой ценой и жизнью внутри чужой группы с неясными перспективами.

Банковский сектор важен для инвестора ещё и своим масштабом относительно всей экономики. По данным Банка России, совокупные активы российских банков сопоставимы с годовым валовым внутренним продуктом страны. Кредиты компаниям и населению составляют большую часть этих активов, а вклады граждан — крупнейший источник денег для банков. Через банки проходят зарплаты, налоги, оплата покупок, расчёты между предприятиями, поэтому сектор чув-

ствует любое изменение в экономике быстрее большинства отраслей. Именно поэтому банковские акции часто первыми реагируют и на ухудшение, и на улучшение экономических ожиданий.

Отдельно стоит сказать о географии сектора, которая тоже сильно сконцентрирована. Большинство крупных банков зарегистрированы в Москве или в Санкт-Петербурге и работают по всей стране через филиалы, отделения и мобильные приложения. Собственно региональных банков, то есть банков с головным офисом за пределами двух столиц, осталось сравнительно немного, и их доля в активах сектора невелика. Многие из них сильны в своём регионе: знают местный бизнес, имеют лояльных вкладчиков, работают с областными и муниципальными заказчиками. Однако на федеральном уровне они конкурируют с гигантами, у которых больше денег на технологии и рекламу.

Тимур примеряет эту картину на свой «Сурский кредит». У банка универсальная лицензия, капитал около девяти миллиардов рублей и активы около восьмидесяти миллиардов, что ставит его где-то во второй сотне российских банков. В родной Пензенской области он заметен, но в том же городе работают отделения всех крупнейших банков страны с их мобильными приложениями и громкой рекламой. Тимур впервые задаётся вопросом, чем его банк привлекает клиентов, если не может соревноваться с гигантами ни масштабом, ни технологиями. Ответ на этот вопрос, как выяснится поз-

же, окажется для него важнее любой дивидендной доходности.

Вернёмся к нашей спортивной аналогии, потому что в ней есть ещё одна полезная деталь. В спортивной лиге команды переходят между дивизионами: сильные поднимаются, слабые опускаются, а некоторые и вовсе снимаются с соревнований. В банковской системе происходит то же самое: банки растут и попадают в число крупнейших, теряют позиции, сливаются, переходят с универсальной лицензии на базовую или уходят с рынка. Инвестор, покупающий акции банка, фактически рассчитывает на то, что его команда удержится в своём дивизионе или поднимется выше.

Чтобы этот расчёт был обоснованным, а не случайным, нужно понимать, за счёт чего команда выигрывает матчи, и умение читать отчётность банка как раз и даёт такое понимание. Без него остаётся только верить комментаторам, которые хвалят команду до первого поражения. Именно поэтому дальше мы будем двигаться от общей картины к цифрам конкретного банка, шаг за шагом.

Перейдём к вопросу о том, кто владеет российскими банками, и здесь картина довольно своеобразная. Значительную часть активов сектора, по различным оценкам больше половины, контролируют банки, в которых государство прямо или косвенно владеет крупными пакетами. Это крупнейший банк страны, несколько других крупных банков и ряд банков, перешедших под контроль государства в ходе санаций.

Остальную часть занимают частные банки, принадлежащие российским предпринимателям или финансовым группам, и дочерние банки иностранных финансовых групп.

Доля дочерних банков иностранных групп в России постепенно снижается уже много лет, а после 2022 года часть иностранных владельцев продала свои российские банки или сократила в них присутствие. Для инвестора это обстоятельство важно по двум причинам. Во-первых, такие банки почти никогда не торгуются на российской бирже, поэтому купить их напрямую нельзя. Во-вторых, смена владельца у крупного банка может перераспределить клиентов между игроками и повлиять на конкуренцию в отдельных сегментах.

Особенности государственных банков как объекта инвестиций разобраны в книге серии о компаниях с госучастием: там рассказано и о дивидендных директивах, и о докапитализации, и о конфликте интересов государства и частных акционеров. В этой книге мы будем говорить о государственных банках только как об одной из бизнес-моделей, рядом с частными, цифровыми и нишевыми банками. Для анализа банка по отчётности форма собственности важна меньше, чем качество активов и капитала, хотя рынок и учитывает её в оценке.

Следующее, что нужно понимать инвестору, — что именно он покупает, когда покупает акции банка. Крупный банк почти никогда не является одиночной организацией. Вокруг него выстраивается банковская группа, в которую входят ли-

зинговая компания, страховщик, брокер, управляющая компания паевых фондов, пенсионный фонд, факторинговая компания, иногда небанковские бизнесы вроде маркетплейса, сервиса такси или оператора связи. Банк владеет этими компаниями полностью или частично и получает от них доходы.

Закон различает банковскую группу и банковский холдинг. Банковская группа возглавляется самой кредитной организацией, то есть банк является материнской компанией для остальных участников. Банковский холдинг возглавляется небанковской компанией, которая владеет одним или несколькими банками и другими бизнесами. Для инвестора разница существенна: если на бирже торгуются акции холдинга, то он покупает не только банк, но и всё остальное, что этому холдингу принадлежит.

Отчётность группы по международным стандартам консолидирует всех участников, поэтому прибыль, капитал и активы в ней включают доходы лизинга, страхования, брокерского бизнеса и всего прочего. Отчётность самого банка по российским стандартам, которую он сдаёт регулятору, охватывает только банк как юридическое лицо. Отсюда возникают расхождения, которые смущают новичков: прибыль группы может заметно отличаться от прибыли банка, а капитал группы — от регуляторного капитала банка. Почему это происходит и как с этим работать, мы разберём в следующей главе.

Ольга на примере ВКБ видит, что у её условного банка есть дочерняя лизинговая компания, небольшая управляющая компания и доля в региональном страховщике. В годовом отчёте эти компании описаны на нескольких страницах, а их вклад в прибыль группы невелик. Лизинговая компания заработала за 2025 год около полутора миллиардов рублей, управляющая компания — около трёхсот миллионов, а доля в прибыли страховщика составила около четырёхсот миллионов. Вместе это примерно два миллиарда двести миллионов из двадцати одного миллиарда прибыли группы, то есть чуть больше десятой части.

Ольга отмечает себе, что в крупных банках этот вклад может быть гораздо больше, и тогда понимать небанковские части группы становится обязательным. Она делает пометку на полях: «Что я покупаю — банк или конгломерат?»

Для крупнейших участников рынка этот вопрос стоит особенно остро. Некоторые банки годами строят вокруг себя так называемые экосистемы, включающие десятки небанковских сервисов. Рынок по-разному относится к таким вложениям: одни инвесторы видят в них будущий источник роста, другие — способ потратить деньги акционеров на проекты с неочевидной окупаемостью. Как оценивать экосистемы и стоит ли за них доплачивать, мы обсудим в восемнадцатой главе.

Перейдём к самому практическому вопросу: какие банки вообще можно купить на бирже? Ответ разочаровывает

многих новичков: из нескольких сотен российских банков на Московской бирже торгуются акции лишь около десятка банков и банковских холдингов. Остальные принадлежат одному владельцу или узкому кругу акционеров и не выходят на публичный рынок. Среди публичных банков есть крупнейший государственный банк, несколько крупных частных универсальных банков, цифровые банки, банки, принадлежащие крупным группам, и несколько региональных банков.

Акции публичных банков сильно различаются по ликвидности. Бумаги крупнейших банков входят в число самых торгуемых на российском рынке, по ним можно купить и продать на миллионы рублей за секунды без заметного влияния на цену. Бумаги небольших региональных банков могут торговаться на несколько сотен тысяч рублей в день, а в отдельные дни сделок почти нет. Тимур узнаёт, что его «Сурский кредит» относится как раз ко второй группе: его дневной оборот редко превышает полмиллиона рублей.

Для частного инвестора с небольшим портфелем низкая ликвидность не всегда критична, но о ней нужно помнить. При покупке или продаже крупного для этой бумаги пакета цена может уйти против вас на несколько процентов. При плохих новостях продать такие акции быстро бывает почти невозможно: покупатели просто исчезают из стакана. Особенности бумаг второго и третьего эшелона подробно разобраны в отдельной книге серии, и всё сказанное там применимо к небольшим банкам.

Ещё одна особенность публичных банков связана с типами акций. У части банков, кроме обыкновенных акций, обращаются привилегированные, по которым устав определяет порядок дивидендов. Есть банки, у которых на бирже доступны только привилегированные акции, а обыкновенные почти целиком принадлежат основному владельцу. Как привилегированные акции банков ведут себя на практике и почему их доходность иногда заметно отличается от доходности обыкновенных, мы обсудим в шестнадцатой главе.

Важен и показатель свободного обращения, то есть доля акций, которая реально торгуется на рынке, а не лежит у крупных владельцев. У многих российских банков свободное обращение составляет десять или пятнадцать процентов, а у некоторых и того меньше. Небольшое свободное обращение делает цену акций чувствительной к сделкам крупных участников и ограничивает интерес институциональных инвесторов. Кроме того, при малом свободном обращении основной владелец может принимать решения, не слишком оглядываясь на миноритариев.

Наконец, стоит понимать, что за последние годы на рынок вышло несколько новых банковских эмитентов, а некоторые банки, наоборот, покинули биржу после выкупа акций основным владельцем. Состав публичного банковского сектора меняется, поэтому всякий раз, когда вы читаете о «банках на бирже», полезно уточнить, о каком именно моменте идёт речь. Список доступных для покупки банков легко про-

верить на сайте биржи, в разделе с перечнем ценных бумаг, допущенных к торгам.

В том же перечне видно, к какому уровню листинга относятся акции банка. Бумаги первого уровня проходят самые строгие требования к раскрытию информации, корпоративному управлению и объёму свободного обращения, бумаги третьего уровня — самые мягкие. Уровень листинга не говорит ничего о том, хорош ли сам банк как бизнес, но говорит о том, насколько прозрачно он обязан себя вести перед акционерами. Для небольших банков третий уровень встречается часто, и инвестору в такие бумаги приходится больше полагаться на собственный анализ, чем на внешние гарантии.

Есть ещё один путь вложиться в банковский сектор, минуя выбор отдельных бумаг. На рынке существуют биржевые фонды и индексы, в которых финансовые компании занимают заметную долю, а иногда встречаются и отраслевые индексы финансового сектора. Купив такой фонд, инвестор получает набор крупнейших банков и финансовых компаний в пропорции к их весу. Этот путь подходит тем, кто хочет участвовать в отрасли, но не готов разбирать отчётность каждого банка, хотя знание того, как работают банки, остаётся полезным и в этом случае.

Последний важный вопрос главы — где брать надёжную информацию о банковском секторе в целом. Главный источник здесь — сам Банк России, который регулярно публикует статистику и аналитику по банкам. На его сайте есть раздел

банковской статистики с ежемесячными данными по объёму кредитов, вкладов, просроченной задолженности и прибыли всего сектора. Есть и периодические обзоры, в которых регулятор комментирует тенденции и называет основные риски.

Особенно полезны три вида публикаций регулятора. Ежемесячный обзор состояния банковского сектора позволяет быстро понять, растёт ли кредитование, как ведут себя вклады, сколько заработали банки в целом. Обзор финансовой стабильности, который выходит дважды в год, рассказывает о главных угрозах для банков и финансового рынка в целом и часто содержит стрессовые сценарии. Годовой отчёт о развитии банковского сектора даёт подробную картину за год с разбивкой по группам банков.

Для инвестора эта статистика служит фоном, на котором нужно рассматривать отдельный банк. Если кредитование в целом по сектору растёт на пятнадцать процентов в год, а ваш банк растёт на сорок, это повод задать вопрос о качестве такого роста. Если просрочка по потребительским кредитам в секторе увеличивается, а банк показывает её снижение, стоит проверить, не продаёт ли он плохие долги или не меняет ли методику. Без знания общего фона любой отдельный показатель банка теряет половину смысла.

Ольга находит на сайте регулятора таблицу с ежемесячной динамикой кредитов населению и видит, что в последние месяцы рост замедлился. Затем она открывает отчёт ВКБ и обнаруживает, что его розничный портфель за год вырос силь-

нее, чем в среднем по сектору. Это не обязательно плохо, ведь банк мог отвоевать клиентов у конкурентов, но вопрос она записывает. Сметчица уже начинает понимать, что любая цифра банка должна сравниваться с двумя вещами: с прошлым самого банка и с сектором вокруг.

Кроме регулятора, полезную информацию о секторе публикуют рейтинговые агентства, аккредитованные Банком России. Они присваивают банкам кредитные рейтинги, публикуют пресс-релизы с обоснованием и регулярно выпускают обзоры по отрасли. Рейтинговый пресс-релиз часто содержит сжатую характеристику сильных и слабых сторон банка, которую удобно читать перед изучением отчётности. Однако рейтинг оценивает способность банка платить по долгам, а не привлекательность его акций, и об этом различии стоит помнить.

Полезно знать и об источниках, которых стоит остерегаться. Пересказы в каналах в мессенджерах, подборки «лучших дивидендных банков» и форумы инвесторов могут натолкнуть на интересную идею, но не могут её подтвердить. Тимур убедился в этом на собственном опыте: автор канала назвал доходность «Сурского кредита», но не упомянул ни размер его капитала, ни темп роста кредитов, ни ставки по вкладам. Хорошее правило — использовать такие источники только как повод открыть отчётность, а не как замену ей.

Подведём итог разговора о системе, в которой работают банки. На вершине стоит Банк России, который одновремен-

но управляет ставкой, пишет правила и следит за их соблюдением, а с 2013 года отвечает и за весь финансовый рынок. Банки делятся на универсальные и базовые, среди них выделяются около полутора десятков системно значимых, к которым предъявляются повышенные требования. Сектор сильно сконцентрирован, число банков за десятилетие сократилось почти втрое, значительная часть активов принадлежит банкам с государственным участием. На бирже доступно лишь около десятка банков, сильно различающихся по ликвидности, свободному обращению и типам акций.

Тимур, прочитав про ликвидность и свободное обращение, впервые проверяет, сколько акций «Сурского кредита» находится в свободном обращении. Оказывается, меньше десяти процентов, остальное принадлежит семье основателя. Он ещё не понимает, плохо это или хорошо, но чувствует, что его покупка оказалась сложнее, чем казалась. Ольга же завершает вечер тем, что составляет короткий план: изучить ВКБ, сравнить его с двумя-тремя публичными банками разного типа и понять, чем они отличаются.

Прежде чем открыть отчётность ВКБ, Ольге и всем нам предстоит разобраться с одним важным обстоятельством. Отчёт банка выглядит совсем не так, как отчёт завода или торговой сети, и привычные инструменты анализа к нему почти не подходят. В нём нет выручки и себестоимости, бессмысленна прибыль до процентов, налогов и амортизации, а долг играет совсем другую роль. Почему так происходит и

какие формы отчётности банка заслуживают внимания инвестора, мы узнаем в следующей главе.

Глава 3. Почему банк нельзя читать как завод

Тимур решил наконец проверить свою покупку по-взрослому. Пару месяцев назад он прошёл бесплатный вебинар о мультипликаторах, где объясняли, как считать стоимость компании вместе с долгом и сравнивать её с прибылью до процентов, налогов и амортизации. Ведущий говорил, что этот показатель позволяет сравнивать компании с разной долговой нагрузкой и что всё дешевле пяти выглядит интересно. Тимур скачал отчёт «Сурского кредита», открыл электронную таблицу и начал подставлять цифры, как учили на вебинаре.

Капитализация банка получилась около четырёх с половиной миллиардов рублей. В качестве долга Тимур взял все обязательства банка, ведь вклады, депозиты компаний и облигации — это тоже деньги, которые банк кому-то должен. Обязательств набралось семьдесят один миллиард, денежных средств на балансе было около десяти миллиардов, и чистый долг вышел шестьдесят один миллиард. Стоимость компании вместе с долгом превысила шестьдесят пять миллиардов, что в четырнадцать с лишним раз больше рыночной цены самого банка.

Дальше Тимур посчитал прибыль до процентов, налогов

и амортизации. Прибыль до налога у банка была около миллиарда восьмисот миллионов, процентные расходы около шести миллиардов, амортизация около двухсот миллионов. Вместе получилось восемь миллиардов, и отношение стоимости компании с долгом к этой прибыли составило около восьми. По меркам вебинара это было дорого, а отношение чистого долга к прибыли до процентов, налогов и амортизации, равное почти восьми, говорило о катастрофической долговой нагрузке. Любой промышленной компании с такими показателями грозил бы дефолт.

Тимур смотрит на таблицу и не понимает, что происходит. Банк платит дивиденды, регулярно публикует прибыль, имеет лицензию Банка России и, судя по отчёту, выполняет все нормативы. При этом по мультипликаторам он выглядит как компания на грани банкротства. Тимур пишет в чат инвесторов вопрос, и через полчаса кто-то коротко отвечает: «Банки так не считают». Объяснения, почему не считают, ему никто не даёт, и мы восполним этот пробел в этой главе.

Ошибка Тимура вовсе не глупая, её совершают многие начинающие инвесторы, и даже некоторые автоматические сервисы отбора акций выдают для банков бессмысленные значения таких показателей. Программа берёт формулу, одинаковую для всех компаний, подставляет в неё строки отчёта и выдаёт результат, не задумываясь о его смысле. В итоге в рейтингах «самых закредитованных компаний рынка» банки нередко оказываются на первых местах, а в рейтингах

«самых дешёвых по стоимости бизнеса» — на последних. Если вы пользуетесь такими сервисами, банки из подобных выборок лучше исключать сразу.

Представьте, что вы оцениваете футбольного вратаря по числу забитых им голов. По этому показателю лучший вратарь мира окажется худшим игроком команды, ведь за сезон он не забивает ни одного мяча. Ошибка не в вратаре, а в линейке, которой его меряют: вратарь выполняет на поле другую задачу, и оценивать его нужно по пропущенным мячам и отражённым ударам. Банк среди компаний — такой же вратарь среди полевых игроков. Его можно и нужно оценивать, но для этого нужна своя линейка.

Корень всех различий лежит в роли долга. Для завода долг — это способ профинансировать бизнес: компания берёт кредит, чтобы построить цех или купить оборудование, а затем из выручки возвращает его с процентами. Долг здесь вспомогательный инструмент, и чем его меньше относительно заработка, тем устойчивее компания. Для банка же долг — это сырьё, из которого он делает свой продукт. Вклады, депозиты компаний, облигации — это та самая закупка денег в магазине, о котором мы говорили в первой главе.

Если перенести логику завода на банк, получится нелепость. Чем больше у банка вкладов, тем больше у него «долга», и тем хуже он выглядит по показателям долговой нагрузки. Однако рост вкладов для банка — признак доверия клиентов и источник роста бизнеса, а не угроза. Представь-

те пекарню, которую ругают за то, что у неё на складе слишком много муки: мука нужна, чтобы печь хлеб. Точно так же вклады нужны банку, чтобы выдавать кредиты.

Зеркально выглядит и сторона активов. Для завода главные активы — производственные: цеха, станки, запасы сырья, а финансовые вложения играют второстепенную роль. Для банка почти все активы — финансовые: это чужие долги перед ним, то есть кредиты, облигации, деньги на счетах в других банках и в центральном банке. Получается, что банк одновременно должен огромному числу людей и компаний и сам является кредитором для огромного числа других людей и компаний. Весь его бизнес состоит в управлении разницей между этими двумя массивами долгов по ставкам, срокам, валютам и рискам.

Из того же корня растёт и второе различие: у банка нет выручки в привычном смысле. У завода выручка — это деньги, полученные от покупателей за проданную продукцию, а себестоимость — затраты на её изготовление. У банка нет единой строки, которую можно было бы назвать выручкой. Есть процентные доходы, которые он получает с заёмщиков, есть процентные расходы, которые он платит вкладчикам, есть комиссии, торговые доходы и прочие поступления.

Если в качестве выручки банка взять процентные доходы, то процентные расходы придётся считать себестоимостью, и тогда валовая прибыль банка окажется равна чистому процентному доходу. Это допустимое приближение, но оно

ломается, как только меняется ключевая ставка. При росте ставки процентные доходы и расходы растут одновременно, «выручка» банка может увеличиться в полтора раза, а заработок не измениться или даже снизиться. Сравнивать банки по процентным доходам так же бессмысленно, как сравнивать обменные пункты по сумме проданной валюты, не глядя на курс покупки.

Именно поэтому аналитики банков смотрят не на доходы как таковые, а на разницу между доходами и стоимостью денег. Главной строкой отчёта банка становится чистый процентный доход, то есть процентные доходы за вычетом процентных расходов. К нему прибавляются чистые комиссионные доходы и прочие доходы, и вместе они образуют операционный доход банка. Структуру отчёта о прибылях банка мы подробно разберём в шестой главе, а пока достаточно понять, что именно операционный доход ближе всего к понятию выручки в промышленной компании.

Теперь понятно, почему ломается прибыль до процентов, налогов и амортизации. Этот показатель придуман, чтобы очистить операционный результат компании от влияния способа финансирования. Для банка процентные расходы — это не способ финансирования, а главная статья затрат на сырьё. Добавить их обратно к прибыли — всё равно что прибавить к прибыли пекарни стоимость муки и заявить, что пекарня зарабатывает гораздо больше. Именно это и сделал Тимур, получив восемь миллиардов «прибыли» у банка, который на

самом деле заработал меньше двух.

По той же причине бессмыслен свободный денежный поток банка в том виде, в каком его считают для промышленных компаний. Отчёт о движении денежных средств у банка выглядит хаотично: выдача кредитов и привлечение вкладов отражаются в операционной деятельности, и операционный поток может быть сильно отрицательным в год быстрого роста кредитования. Это не значит, что банк сжигает деньги, это значит, что он выдал много кредитов. В другой год приток вкладов может сделать операционный поток огромным, и это тоже ничего не говорит о качестве бизнеса.

Посмотрим, как это выглядит на примере условного ВКБ. За 2025 год его кредитный портфель до вычета резервов вырос со семисот до восьмисот миллиардов рублей, то есть банк выдал на сто миллиардов больше, чем получил в погашение. Средства клиентов за тот же год выросли меньше, и разницу банк покрыл за счёт сокращения вложений в межбанковские кредиты и привлечения средств на рынке. В итоге операционный денежный поток ВКБ по международной отчётности оказался отрицательным, около минус двенадцати миллиардов рублей, хотя банк заработал двадцать один миллиард чистой прибыли. Промышленная компания с таким соотношением прибыли и денежного потока вызвала бы серьёзные вопросы, а для растущего банка это обычная картина.

Отчёт о движении денежных средств банка полезен раз-

ве что для понимания, откуда в течение года пришли деньги на выдачу кредитов и куда ушли привлечённые средства. Оценивать по нему способность банка платить дивиденды бессмысленно. Способность банка платить дивиденды определяется не денежным потоком, а прибылью и запасом капитала сверх требований регулятора, и об этом речь пойдёт в шестнадцатой главе. Если вы встретите в аналитическом обзоре «свободный денежный поток банка», присмотритесь, как его посчитали: обычно под этим понимают прибыль, которую можно распределить без ущерба для капитала.

Понятие чистого долга теряет смысл по тем же причинам, а вместе с ним и стоимость компании с учётом долга. Для завода стоимость компании складывается из стоимости акций и чистого долга, и это цена, которую пришлось бы заплатить покупателю, чтобы получить весь бизнес без обременений. Для банка такой расчёт превращается в абсурд: покупатель банка не собирается гасить вклады, он покупает бизнес вместе с вкладчиками, которые и составляют его ценность. Поэтому банки оценивают по показателям, связанным с капиталом и прибылью акционеров, а не со стоимостью всей компании.

Мультипликаторы, которые работают для банков, относятся к собственному капиталу. Это отношение цены акций к прибыли и отношение цены акций к балансовой стоимости капитала, а также дивидендная доходность. Общие принципы расчёта мультипликаторов подробно разобраны в книге

серии о фундаментальном анализе. Особенности их применения к банкам, в первую очередь связь отношения цены к капиталу с рентабельностью, мы рассмотрим в семнадцатой главе, где будем оценивать ВКБ.

Есть у банка и черта, которая работает в пользу инвестора. Баланс банка гораздо ближе к рыночной реальности, чем баланс завода. Активы завода — это станки, здания и запасы, которые записаны в отчётности по цене покупки за вычетом амортизации, и их реальная стоимость может отличаться в разы. Активы банка — это в основном кредиты, облигации и деньги, то есть финансовые требования, стоимость которых можно оценить с разумной точностью. Кредит в сто миллионов рублей, по которому заёмщик исправно платит, и стоит около ста миллионов.

Сравним это с типичной историей промышленной компании. Завод может владеть землёй, купленной тридцать лет назад за бесценок, и в балансе она будет записана по той старой цене, хотя сегодня стоит в сто раз больше. В то же время его станки могут быть записаны по высокой стоимости, хотя давно устарели и на рынке за них никто не даст и половины. Балансовая стоимость завода поэтому мало говорит о том, сколько он стоит на самом деле. У банка таких искажений меньше, потому что облигации в его портфеле часто учитываются по рыночной стоимости, а кредиты — по сумме долга с учётом созданных резервов.

У этого правила, конечно, есть свои исключения. Банк мо-

жет держать на балансе недвижимость, доли в небанковских компаниях, изъятые у заёмщиков залоги, и к оценке таких активов относятся все те же сомнения, что и к активам завода. Кредиты с фиксированной ставкой, выданные несколько лет назад, при резком росте рыночных ставок фактически стоят меньше, чем записано в балансе, хотя формально заёмщик платит исправно. Облигации, которые банк держит до погашения, тоже могут учитываться не по рыночной цене. Об этих тонкостях мы подробнее поговорим в главах об активах банка и о процентном риске.

Поэтому собственный капитал банка по балансу, как правило, неплохо отражает то, что останется акционерам, если все активы реализовать, а все обязательства погасить. Конечно, при условии, что банк честно оценивает качество кредитов и создаёт достаточные резервы. Если кредиты на самом деле хуже, чем записаны, капитал окажется завышен, и вот здесь начинаются главные ловушки банковского анализа. Об оценке качества кредитов и резервов мы будем говорить в одиннадцатой и двенадцатой главах.

Ольга, прочитав это, понимает, что её подход сметчика как нельзя лучше подходит к банку. В смете тоже главное — честная оценка каждой позиции: если завысить объём работ или занизить цену материалов, итог окажется неверным, сколько ни перепроверяй арифметику. Баланс банка — это смета его благосостояния, и надёжность итоговой строки зависит от того, насколько честно оценена каждая строка ак-

тивов. Ольга записывает себе главный вопрос: можно ли верить оценке кредитов?

Перейдём к практическому вопросу: какую отчётность публикуют российские банки и где её искать. Каждый банк обязан сдавать в Банк России регуляторную отчётность по российским стандартам бухгалтерского учёта, и часть этих форм регулятор публикует на своём сайте. Для инвестора самые важные из них — четыре формы, которые профессионалы называют по номерам. Форма 0409101 — это оборотная ведомость по счетам бухгалтерского учёта, по сути подробнейший баланс банка на первое число месяца. Форма 0409102 — отчёт о финансовых результатах, то есть доходы, расходы и прибыль.

Форма 0409123 содержит расчёт собственных средств банка, то есть его регуляторного капитала по методике, основанной на международных подходах Базельского комитета. Форма 0409135 — это информация об обязательных нормативах: достаточности капитала, ликвидности, концентрации рисков. Вместе эти формы позволяют увидеть баланс, прибыль, капитал и выполнение требований регулятора. Найти их можно на сайте Банка России в разделе информации по кредитным организациям, выбрав нужный банк по названию или регистрационному номеру.

Читать форму 0409101 непривычно: она состоит из сотен строк с номерами балансовых счетов, и без справочника понять её трудно. Однако существуют бесплатные и платные

сервисы, которые переводят эту форму в привычный вид: кредиты физическим лицам, кредиты компаниям, вклады населения, средства на счетах компаний и так далее. Многие банки и сами публикуют сокращённую версию российской отчётности на своём сайте. Для начала достаточно научиться находить в ней пять-шесть ключевых строк и следить за их динамикой от месяца к месяцу.

Ольга начинает именно с этого. В оборотной ведомости ВКБ на первое января она находит строки со вкладами граждан и сравнивает их с данными на первое декабря. За месяц вклады выросли примерно на восемь миллиардов рублей, что для декабря, когда люди получают премии и годовые бонусы, выглядит естественно. Затем она проверяет кредиты физическим лицам и видит, что их рост в декабре замедлился. Ни одна из этих цифр не требует знания бухгалтерии, нужно лишь понимать, какие строки искать и с чем их сравнивать.

Кроме четырёх основных форм, банки публикуют ещё один документ, который почти никто из частных инвесторов не читает, хотя он того заслуживает. Это информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки и управлении рисками и капиталом, которую банки раскрывают по требованию Банка России в рамках международных подходов к раскрытию. В ней содержатся подробности о структуре капитала, о распределении кредитов по качеству и отраслям, о процентном и валютном риске. Документ сухой и длинный,

но если вам нужно понять, как банк считает свои риски, это один из лучших источников.

Главное преимущество российской отчётности банков — её частота. Промышленная компания публикует результаты раз в квартал или раз в полгода, а банк сдаёт часть форм регулятору ежемесячно. Многие крупные публичные банки сами выпускают ежемесячные пресс-релизы о результатах по российским стандартам. Это значит, что инвестор в банки может видеть изменения в бизнесе почти в реальном времени: рост кредитов, приток или отток вкладов, всплеск резервов.

Ежемесячная отчётность особенно ценна в периоды турбулентности. Если в каком-то месяце вклады населения в банке вдруг сократились на пять процентов, а в целом по сектору выросли, это сигнал, который появится в данных уже через несколько недель. Если резервы банка резко выросли, это может означать проблемы с крупным заёмщиком задолго до того, как о них напишут в квартальном отчёте. Инвестор, который следит за ежемесячными данными, получает фору перед теми, кто ждёт годовых отчётов.

Однако у российской отчётности банков есть и ограничения, о которых нужно помнить. Она охватывает только сам банк как юридическое лицо, без дочерних компаний. Резервы по кредитам в ней создаются по правилам Банка России, которые отличаются от международных стандартов, и об этом различии мы подробно поговорим в двенадцатой главе.

Некоторые операции отражаются в ней иначе, чем в международной отчётности, поэтому прибыль банка по двум стандартам за один и тот же год может заметно различаться.

У ВКБ, например, прибыль за 2025 год по российским стандартам составила около восемнадцати миллиардов четырёхсот миллионов рублей, а по международным — двадцать один миллиард. Разница складывается из нескольких источников. Около двух миллиардов приходится на прибыль дочерних компаний, которая в российскую отчётность самого банка не попадает. Остальное связано с различиями в оценке резервов и в учёте некоторых доходов и расходов, которые разнесены по времени по-разному. Ольга отмечает, что разница объяснима, и это хороший знак: тревожно было бы видеть необъяснимый разрыв в разы.

Отчётность по международным стандартам банки публикуют реже, обычно раз в квартал или раз в полгода, и она охватывает всю банковскую группу. Именно эту отчётность инвестор должен считать главной при оценке банка как бизнеса. Во-первых, она показывает экономику группы целиком, включая лизинг, страхование, брокерский бизнес и прочие дочерние компании. Во-вторых, дивидендная политика большинства публичных банков привязана к прибыли по международным стандартам, и об этом речь пойдёт в шестнадцатой главе.

В-третьих, международные стандарты требуют создавать резервы по ожидаемым кредитным убыткам, то есть заранее

учитывать вероятные потери, а не ждать, пока заёмщик перестанет платить. Это делает международную отчётность более консервативной в оценке кредитного риска, хотя и даёт менеджменту больше пространства для суждений. Устройство этой модели резервов мы разберём в одиннадцатой и двенадцатой главах. Общее различие российских и международных стандартов подробно описано в книге серии о фундаментальном анализе.

Отсюда практическое правило для работы с банками. Международную отчётность используйте для оценки банка как бизнеса, для расчёта рентабельности, мультипликаторов и дивидендов. Российскую отчётность используйте для оперативного наблюдения между квартальными отчётами и для контроля за выполнением нормативов, ведь именно по ней регулятор оценивает достаточность капитала. Если данные двух стандартов расходятся слишком сильно и без понятного объяснения, это повод присмотреться к банку внимательнее.

Теперь о неприятной особенности последних лет, которую нельзя обойти стороной. В 2022 году Банк России разрешил банкам временно не публиковать значительную часть отчётности, а сам приостановил публикацию многих форм на своём сайте. Это решение было связано с введением внешних ограничений против российского финансового сектора и стремлением защитить банки от дополнительных рисков. Впоследствии объём раскрытия постепенно расширялся, но у разных банков он по-прежнему различается, и на

момент написания книги полный объём информации, привычный до 2022 года, доступен не везде.

Для инвестора это означает необходимость работать с неполными данными. Некоторые банки публикуют сокращённую международную отчётность без части примечаний, другие раскрывают ключевые показатели только в презентациях, третьи публикуют почти всё. Как быть в такой ситуации? Во-первых, отдавать предпочтение банкам, которые раскрывают больше, ведь прозрачность сама по себе снижает риск неприятных сюрпризов. Во-вторых, использовать сопоставление разных источников: если отчётность сокращена, часть данных можно восстановить из российских форм, пресс-релизов и рейтинговых отчётов.

В-третьих, честно учитывать неопределённость в собственной оценке. Если вы не видите структуры кредитного портфеля или подробностей о резервах, ваша уверенность в качестве банка должна быть ниже, а требуемый запас цены — выше. Ольга, читая отчёт ВКБ, замечает, что часть примечаний в нём сокращена, а в разделе о концентрации кредитного риска стоит лишь общая формулировка без цифр. Она отмечает это в своём файле как минус и решает искать недостающую информацию в презентации банка и в российской отчётности.

Отдельно стоит сказать о распространённом мнении, будто банк — это чёрный ящик, внутрь которого посторонний заглянуть не может. На самом деле банки раскрывают о себе

больше информации, чем почти любая другая отрасль: регулятор знает о каждом банке практически всё, а значительная часть этих данных доступна публике. Сложность не в недостатке информации, а в её объёме и непривычном языке. Чёрным ящиком банк остаётся только для того, кто пытается читать его отчёт как отчёт завода, и как раз от этой ошибки мы сейчас избавляемся.

Последний важный источник информации — материалы, которые банк готовит сам для инвесторов: презентации к квартальным результатам, пресс-релизы, стратегии. Они удобны тем, что собирают ключевые показатели на нескольких страницах, сопровождают их графиками и комментариями менеджмента. Почти каждый публичный банк выделяет в презентации свой набор главных цифр: чистую процентную маржу, отношение расходов к доходам, стоимость риска, рентабельность капитала, достаточность капитала. Всё это мы будем разбирать в следующих главах.

Однако к презентациям стоит относиться с той же осторожностью, что и к рекламе. Банк сам выбирает, какие показатели вынести на первый слайд, и, естественно, выбирает те, которые выглядят лучше. Широко распространены так называемые скорректированные показатели: рентабельность без учёта разовых расходов, маржа без учёта определённых операций, прибыль без учёта переоценки. Иногда корректировки разумны и помогают увидеть устойчивую часть бизнеса, иногда они просто убирают из картины всё неприятное.

Хорошее правило при чтении презентации — всегда искать, как скорректированный показатель соотносится с показателем по отчётности. Если банк из года в год исключает из расчёта «разовые» расходы, они перестают быть разовыми и становятся частью бизнеса. Если скорректированная рентабельность стабильно выше отчётной на несколько пунктов, инвестору стоит ориентироваться на отчётную. Ещё одно полезное правило — сравнивать презентации разных лет: если банк внезапно перестал показывать какой-то показатель, который раньше выносил на первый слайд, обычно это значит, что показатель ухудшился.

Не менее полезно читать в презентациях то, что написано мелким шрифтом. В сносках часто раскрывается, как именно посчитан тот или иной показатель: на средний или на конечный капитал, с учётом или без учёта дочерних компаний, за квартал в годовом выражении или за год. Одна и та же рентабельность капитала может оказаться восемнадцатью процентами при одной методике и шестнадцатью при другой. При сравнении двух банков нужно убедиться, что вы сравниваете показатели, посчитанные одинаково, иначе вы будете сравнивать килограммы с фунтами.

Обратим внимание и на прогнозы, которые банки публикуют на год вперёд. Многие публичные банки сообщают ориентиры по росту кредитов, марже, стоимости риска и рентабельности. Эти ориентиры полезны как отражение планов менеджмента, но не как обещание. Стоит смотреть, насколь-

ко точно банк выполнял свои прогнозы в прошлые годы: если менеджмент систематически обещает больше, чем делает, это важная информация о его надёжности.

Многие публичные банки после публикации отчётности проводят телефонные конференции с аналитиками и инвесторами, а записи или стенограммы выкладывают на сайте. Это один из самых недооценённых источников информации для частного инвестора. В ответах на вопросы аналитиков менеджмент часто говорит то, чего нет в презентации: почему выросли резервы, как банк видит конкуренцию за вклады, какие планы по дивидендам. Тон ответов тоже информативен: уверенные и конкретные ответы обычно говорят больше, чем уклончивые общие фразы о «стабильной ситуации».

Годовой отчёт банка, в отличие от финансовой отчётности, представляет собой большой документ со стратегией, описанием бизнеса, системы управления рисками и корпоративного управления. Его стоит прочитать хотя бы один раз, когда вы впервые знакомитесь с банком. Там можно узнать, кто владеет банком, как устроен совет директоров, на каких клиентах и регионах сосредоточен бизнес, какие риски менеджмент считает главными. В последующие годы достаточно просматривать разделы, где что-то изменилось.

Если собрать всё сказанное в порядок первого знакомства с банком, он может выглядеть так. Сначала вы читаете последнюю презентацию, чтобы понять, как банк сам описывает свой бизнес и какие показатели считает главными. Затем

открываете международную отчётность и проверяете баланс, отчёт о прибылях и примечания о качестве кредитов и капитале. После этого смотрите российскую отчётность за последние месяцы, чтобы увидеть свежую динамику, и в конце читаете рейтинговый пресс-релиз как взгляд со стороны. Такой порядок помогает не утонуть в деталях и при этом не пропустить главное.

Тимур тем временем переосмысливает свой расчёт. Он понимает, что «катастрофическая долговая нагрузка» на самом деле означает лишь то, что банк привлёк вклады и средства компаний, как и положено банку. Шесть миллиардов процентных расходов — это не плата за финансирование, а цена сырья, которое банк превратил в кредиты. Настоящую прибыль банка показывает его отчёт о прибылях, и она около миллиарда трёхсот пятидесяти миллионов рублей, а не восемь миллиардов. Неприятное чувство остаётся: Тимур понимает, что ещё недавно уверенно пользовался инструментом, смысла которого не понимал.

Тимур, разобравшись с ошибкой в расчётах, снова открывает отчёт «Сурского кредита» и находит там раздел с обязательными нормативами. Достаточность базового капитала составляет восемь целых две десятых процента, и Тимур пока не знает, много это или мало. В презентации банка на первом слайде крупно написано «рентабельность капитала пятнадцать процентов», а мелким шрифтом указано, что расчёт сделан без учёта резервов по одному крупному заёмщи-

ку. Тимур делает первое правильное движение за всё время своего знакомства с банком: он не отмахивается от сноски, а записывает себе, что нужно выяснить, кто этот заёмщик и сколько составляют неучтённые резервы.

Ольга тем временем составляет для себя таблицу, в которой каждому вопросу об устройстве банка соответствует источник ответа. Структуру кредитов и вкладов по месяцам она будет брать из российской отчётности, рентабельность и дивиденды — из международной, комментарии менеджмента и ориентиры — из презентаций. Отдельной строкой она записывает рейтинговые пресс-релизы как способ взглянуть на банк глазами независимого аналитика, а ещё одной строкой — стенограммы конференций с инвесторами. Такая таблица — хорошая привычка для любого инвестора, который собирается следить за банком дольше одного квартала.

Подведём итог главы, которая меняет привычный взгляд на отчётность. Банк нельзя анализировать теми же инструментами, что и промышленную компанию, потому что долг для него — это сырьё, а не способ финансирования. У банка нет выручки в привычном смысле, а прибыль до процентов, налогов и амортизации, свободный денежный поток, чистый долг и стоимость компании с учётом долга теряют смысл. Вместо них используются показатели, привязанные к собственному капиталу, а сам капитал банка гораздо ближе к рыночной реальности, чем капитал завода, при условии честной оценки кредитов.

Российская отчётность банка ценна своей ежемесячной частотой и данными о нормативах, международная — полнотой картины группы и привязкой к дивидендам. После 2022 года объём раскрытия у банков различается, и инвестору приходится собирать картину из нескольких источников, учитывая неопределённость. Презентации удобны как навигатор, но требуют критического чтения, особенно когда речь идёт о скорректированных показателях.

Теперь, когда у нас есть правильная линейка, можно открывать баланс банка. Начнём с того, что банк делает с деньгами вкладчиков: какие кредиты он выдаёт, какие облигации покупает, сколько держит в виде денег и что может скрываться в непрофильных активах. Об активах ВКБ и о том, как в них разбираться, пойдёт речь в следующей главе.

Глава 4. Куда банк вкладывает деньги

В субботу утром Ольга едет на электричке на дачу под Сысертью. За окном тянутся мокрые майские перелески, в вагоне пахнет рассадой, которую соседи везут в коробках из-под обуви. Ольга достаёт планшет и открывает баланс ВКБ, который накануне распечатала бы на работе, если бы не постеснялась занимать принтер личными делами. Цель на сегодня скромная: понять, куда банк вложил триллион двести миллиардов рублей, которые записаны в строке «Итого активы».

Цифра сама по себе ничего не говорит, и Ольга начинает с того, чему научилась на работе: разбить большую сумму на крупные позиции и посмотреть на их доли. Получается пять больших блоков, каждый из которых живёт своей жизнью. Электричка проезжает мимо садовых участков, где соседи уже вскопали грядки, и Ольге приходит в голову неожиданное сравнение. Активы банка похожи на хозяйство фермера, который решает, сколько земли отдать под картошку, сколько под клубнику, а сколько оставить под паром.

Чем дольше Ольга думает об этом сравнении, тем лучше оно работает. Фермер может засеять всё поле одной самой доходной культурой, но тогда неурожай этой культуры

разорит его. Он может держать часть земли под надёжными, но малодоходными культурами, часть под рискованными и дорогими, а часть — под быстрыми, которые снимаются за месяц и позволяют быстро получить деньги. Банк делает то же самое со своими активами: распределяет деньги между кредитами разных видов, облигациями, деньгами на счетах и прочими вложениями. От этого распределения зависит, сколько он заработает и насколько больно ему будет в плохой год.

Посмотрим на поле ВКБ целиком. Из триллиона двухсот миллиардов рублей активов около семисот пятидесяти двух миллиардов, то есть почти шестьдесят три процента, занимают кредиты клиентам за вычетом резервов. Ещё двести двадцать миллиардов, около восемнадцати процентов, вложены в ценные бумаги. Девяносто миллиардов, или семь с половиной процентов, — это деньги в кассе и на счетах в Банке России. Шестьдесят миллиардов, пять процентов, размещены у других банков и в сделках обратного РЕПО, а оставшиеся семьдесят восемь миллиардов, шесть с половиной процентов, приходятся на прочие активы.

Такая структура типична для универсального банка, хотя пропорции у разных банков заметно различаются. У банков, сосредоточенных на кредитовании, доля кредитов может доходить до семидесяти пяти или восьмидесяти процентов активов. У банков, которые обслуживают крупные компании с большими остатками на счетах и не находят столько надёж-

ных заёмщиков, значительная часть активов может лежать в облигациях и на счетах в центральном банке. По структуре активов уже можно многое сказать о характере банка, ещё не заглядывая в его отчёт о прибылях.

Полезно смотреть не только на структуру активов, но и на то, за счёт чего они растут. За 2025 год активы ВКБ выросли с одного триллиона пятидесяти миллиардов до одного триллиона двухсот миллиардов, то есть на сто пятьдесят миллиардов рублей. Из этого прироста сто миллиардов дали кредиты, а остальное — ценные бумаги и прочие активы. Такой рост выглядит здоровым: банк расширяет основной бизнес, а не просто раздувает баланс. Тревожнее выглядел бы банк, у которого активы быстро растут за счёт межбанковских операций с малоизвестными контрагентами или за счёт загадочных прочих активов.

Ольга сравнивает структуру ВКБ со средними цифрами по сектору из обзора Банка России. Доля кредитов в активах у ВКБ немного выше средней, доля облигаций близка к средней, доля денежных средств немного ниже. Ничего необычного она не видит и делает вывод, что ВКБ — классический универсальный банк, который зарабатывает прежде всего на кредитах. Такое сравнение занимает пять минут, но сразу показывает, не выбивается ли банк из общей картины чем-то странным.

Начнём с самого большого участка поля — кредитов. Кредитный портфель ВКБ до вычета резервов составляет во-

семьсот миллиардов рублей. Из них четыреста сорок миллиардов, или пятьдесят пять процентов, приходятся на кредиты компаниям, а триста шестьдесят миллиардов, или сорок пять процентов, — на кредиты гражданам. Это соотношение тоже многое говорит о банке: у одних банков преобладает корпоративный бизнес, у других розничный, и от этого зависят и доходность, и риски.

Корпоративные кредиты ВКБ делятся на две неравные части. Двести шестьдесят миллиардов выданы крупному бизнесу: заводам, торговым сетям, строительным и транспортным компаниям, в основном из Поволжья и Урала. Сто восемьдесят миллиардов выданы малому и среднему бизнесу: небольшим производствам, оптовым компаниям, сельхозпредприятиям, сервисным фирмам. Эти два сегмента живут по разным законам, и инвестору полезно понимать, чем они различаются.

Кредиты крупному бизнесу обычно большие по размеру, относительно дешёвые для заёмщика и относительно надёжные. Крупная компания имеет прозрачную отчётность, часто кредитный рейтинг, может выбирать между несколькими банками и выпуском облигаций. Поэтому банк не может взять с неё высокую ставку: конкуренция за хорошего крупного заёмщика жёсткая, и маржа на таких кредитах невелика. Зато и потери по ним в нормальные годы минимальны, а один кредит заменяет сотни мелких, что экономит расходы на оформление и сопровождение.

У кредитов крупному бизнесу есть и обратная сторона: концентрация. Если один крупный заёмщик не вернёт кредит в пятнадцать миллиардов рублей, банк потеряет столько же, сколько потерял бы на десяти тысячах невозвратных потребительских кредитов по полтора миллиона. Для ВКБ с капиталом в сто двадцать миллиардов такой удар означал бы потерю восьмой части капитала. Поэтому у банков с большой долей корпоративных кредитов особенно важно смотреть, сколько приходится на крупнейших заёмщиков, и об этом мы поговорим в конце главы.

Отдельный вид корпоративного кредитования — проектное финансирование. Банк даёт деньги не на текущую деятельность компании, а под конкретный проект: строительство жилого комплекса, завода, торгового центра. Возврат кредита зависит от успеха проекта, а не от общего состояния заёмщика. В России самый массовый вид проектного финансирования связан с жилищным строительством, где деньги покупателей квартир хранятся на специальных счетах до завершения дома. Особенности этой схемы подробно описаны в книге серии о девелоперах, а для банка важно, что такие кредиты долгие и зависят от продаж квартир.

Кредиты малому и среднему бизнесу устроены иначе. Каждый кредит невелик, заёмщиков тысячи, отчётность у них часто упрощённая, и оценить их надёжность сложнее. Зато и ставки по таким кредитам выше: у малого предприятия меньше выбора, оно не может выпустить облигации и

не всегда может пойти в другой банк. Потери по кредитам малому бизнесу в среднем выше, чем по кредитам крупному, но благодаря диверсификации они более предсказуемы. Для многих средних банков именно этот сегмент становится основой бизнеса.

Корпоративным клиентам банк предлагает не только классические кредиты на определённый срок. Есть овердрафты, которые позволяют компании уходить в минус по расчётному счёту на несколько дней, кредитные линии, которыми компания пользуется по мере необходимости, факторинг, при котором банк выкупает у поставщика право требования к покупателю. Есть банковские гарантии, которые вообще не отражаются в балансе как кредит, хотя несут кредитный риск: если клиент не выполнит обязательства, платить по гарантии придётся банку. Часть этих продуктов видна в балансе, часть — только в примечаниях о внебалансовых обязательствах, которые тоже стоит просматривать.

Малому бизнесу в России помогают государственные гарантийные механизмы: специализированные организации поддержки предпринимательства могут поручиться за заёмщика перед банком и взять на себя часть риска. Для банка такая гарантия снижает возможные потери и позволяет выдать кредит тому, кому он иначе отказал бы. Для инвестора важно понимать, что гарантии имеют лимиты и условия, которые могут меняться. Если значительная часть кредитов малому бизнесу в банке опирается на такие гарантии, их со-

кращение отразится и на объёмах, и на рисках.

Перейдём к розничной части кредитного поля. Розничный портфель ВКБ в триста шестьдесят миллиардов рублей состоит из четырёх видов кредитов. Сто шестьдесят миллиардов приходится на ипотеку, сто сорок миллиардов — на потребительские кредиты наличными, сорок миллиардов — на автокредиты и двадцать миллиардов — на кредитные карты. Каждый из этих видов похож на отдельную культуру на ферме: со своей урожайностью, своими рисками и своим сроком созревания.

Ипотека — это самая надёжная и самая долгая культура. Кредит выдаётся на пятнадцать, двадцать, а то и тридцать лет, под залог квартиры или дома, и заёмщики, как правило, держатся за платежи до последнего, ведь на кону их жильё. Потери по ипотеке в обычные годы составляют доли процента от портфеля. Платой за надёжность служит невысокая доходность: ставки по ипотеке в среднем ниже, чем по любым другим розничным кредитам, а значительная часть ипотеки выдаётся по программам с государственной поддержкой, о которых чуть ниже.

У ипотеки есть ещё одна особенность, которой нет у других кредитов: её можно относительно легко передать другим инвесторам. Банк собирает пул однородных ипотечных кредитов и передаёт его в специальную структуру, которая выпускает под него облигации. Такая операция называется секьюритизацией, и в России её чаще всего проводят через го-

сударственного оператора ипотечных облигаций. Банк освобождает капитал и получает деньги на новые выдачи, а инвесторы получают облигации с поручительством. Если банк активно секьюритизирует ипотеку, его ипотечный портфель в балансе может расти медленнее, чем реальные выдачи.

Потребительские кредиты наличными — культура доходная и капризная. Их выдают без залога, на срок обычно от года до пяти лет, и ставки по ним заметно выше, чем по ипотеке. Банк зарабатывает на них хорошую маржу, но и теряет больше: часть заёмщиков перестаёт платить из-за потери работы, болезни или просто чрезмерных долгов. В хорошие годы потребительское кредитование приносит банкам значительную часть прибыли, в плохие — значительную часть убытков. Именно в этом сегменте регулятор чаще всего вмешивается, ограничивая выдачи наиболее закредитованным заёмщикам, и об этом пойдёт речь в одиннадцатой главе.

Автокредиты занимают промежуточное положение между ипотекой и потребительскими кредитами. Они выдаются под залог автомобиля, поэтому надёжнее необеспеченных кредитов, но сам залог дешевеет со временем и может быть повреждён или продан. Ставки по ним ниже, чем по кредитам наличными, но выше, чем по ипотеке. Объёмы автокредитования сильно зависят от рынка автомобилей: когда продажи машин растут, растёт и портфель, когда падают — банки теряют поток новых кредитов.

Кредитные карты — самая доходная и самая рискован-

ная культура розничного поля. Ставки по задолженности на картах самые высокие, к ним добавляются комиссии за снятие наличных и обслуживание. Однако значительная часть держателей карт пользуется льготным периодом и не платит проценты вовсе, а среди тех, кто платит, доля проблемных заёмщиков выше, чем в других сегментах. Карточный портфель требует сложных систем оценки заёмщиков и дорогого сопровождения, поэтому серьёзно им занимаются лишь немногие банки.

Если соединить сказанное, получается картина, знакомая любому фермеру. Ипотека похожа на сад, который плодоносит медленно, но надёжно и десятилетиями. Потребительские кредиты и карты похожи на клубнику: урожай богатый, но капризный, требующий постоянного ухода и чувствительный к погоде. Корпоративные кредиты крупному бизнесу — это поле пшеницы, где маржа невелика, но площадь огромна. Банк с правильной структурой активов сочетает эти культуры так, чтобы неурожай одной не разорял всё хозяйство.

Теперь о программах государственной поддержки, которые сильно влияют на структуру кредитов российских банков. Государство в разные годы запускало программы льготной ипотеки, льготного кредитования малого бизнеса, сельского хозяйства, экспортёров. Устроены они похоже: заёмщик получает кредит по ставке ниже рыночной, а государство возмещает банку разницу между льготной ставкой и некоей рыночной ставкой, рассчитанной по установленной

формуле. Для банка такой кредит выглядит как обычный, только часть процентов платит не заёмщик, а бюджет.

Программы господдержки дают банкам объём, но несут свои риски. Во-первых, условия программ периодически пересматриваются: меняется размер возмещения, круг заёмщиков, лимиты. Если возмещение сокращается, доходность уже выданных или новых кредитов для банка падает. Во-вторых, программы могут быть свёрнуты, и тогда банк теряет поток новых выдач в целом сегменте. На момент написания книги ряд программ продолжает действовать, но их параметры неоднократно менялись, поэтому актуальные условия всегда стоит проверять по официальным источникам.

Для инвестора важно понимать, какая доля кредитов банка выдана по льготным программам и насколько он зависит от них. Если банк вырос в основном за счёт льготной ипотеки, его рост может остановиться, как только программа сократится. Если же льготные кредиты составляют небольшую часть портфеля, их изменение затронет банк лишь краем. У ВКБ, по данным его отчёта, около половины ипотечного портфеля выдано по государственным программам, что заметно, но не критично для банка в целом.

Перейдём ко второму по размеру участку поля — ценным бумагам. Портфель ценных бумаг ВКБ составляет двести двадцать миллиардов рублей. Сто пятьдесят миллиардов из них вложены в облигации федерального займа, шестьдесят миллиардов — в корпоративные облигации, десять мил-

лиардов — в акции. Банк держит ценные бумаги по нескольким причинам: чтобы разместить деньги, которые не удалось выдать в кредиты, чтобы иметь запас ликвидности и чтобы заработать на изменении цен.

Облигации федерального займа для банка — это прежде всего запас прочности. Они надёжны, их легко продать или заложить в центральном банке, получив под них деньги в течение дня. По этой причине регулятор и сами банки рассматривают их как часть ликвидной подушки, о которой мы подробно поговорим в четырнадцатой главе. Доходность облигаций федерального займа ниже, чем по кредитам, но они не требуют резервов на возможные потери и почти не нагружают капитал.

Корпоративные облигации ближе по своей природе к кредитам. Покупая облигацию компании, банк фактически даёт ей деньги в долг, только через биржу. Доходность корпоративных облигаций выше, чем у государственных, но выше и риск. Акции в портфеле банков обычно занимают небольшую долю, потому что регулятор требует держать под них много капитала, а их цены сильно колеблются.

Для инвестора важнее всего не что лежит в портфеле, а как оно учитывается. Международные стандарты предусматривают три категории учёта финансовых активов, и от выбора категории зависит, как изменения цен попадут в отчётность. Первая категория — учёт по амортизированной стоимости: облигации, которые банк намерен держать до погаше-

ния, отражаются по цене покупки с поправкой на накопленный доход. Изменения рыночной цены таких бумаг не видны ни в прибыли, ни в капитале, пока банк их не продаст.

Вторая категория — учёт по справедливой стоимости через прочий совокупный доход. Такие бумаги переоцениваются по рынку, но изменения их цены попадают не в прибыль, а напрямую в капитал банка, минуя отчёт о прибылях. Третья категория — учёт по справедливой стоимости через прибыль или убыток: переоценка таких бумаг сразу отражается в прибыли за период. Обычно в третью категорию попадают торговые портфели и акции, во вторую — облигации, которые банк держит для ликвидности.

У ВКБ облигации федерального займа учитываются во второй категории, корпоративные облигации — в первой, а акции — в третьей. Это значит, что при падении цен на государственные облигации капитал банка уменьшится, но прибыль не изменится. При падении цен на корпоративные облигации не изменится ни то, ни другое, пока банк их держит. При падении акций сразу уменьшится прибыль. Как изменение ставки отражается на портфеле облигаций и на капитале банка, мы посчитаем в восьмой главе, а переоценку через прочий совокупный доход разберём в шестой.

Почему эти бухгалтерские тонкости так важны инвестору? Категории учёта могут скрывать реальные убытки. Банк, который держит большой портфель длинных облигаций по амортизированной стоимости, после резкого роста ставок

может иметь значительный нереализованный убыток, который не виден ни в прибыли, ни в капитале. Пока банк не вынужден продавать эти бумаги, убыток остаётся на бумаге. Однако если банку срочно понадобятся деньги, продажа превратит бумажный убыток в реальный, и именно так развивались некоторые громкие банковские истории последних лет в других странах.

Международные стандарты требуют раскрывать справедливую стоимость бумаг, учтённых по амортизированной стоимости, в примечаниях к отчётности, и этим примечанием стоит пользоваться при каждом разборе банка. У ВКБ корпоративные облигации записаны в балансе на шестьдесят миллиардов рублей, а их справедливая стоимость, по данным примечания, составляет пятьдесят семь миллиардов. Скрытый убыток в три миллиарда равен двум с половиной процентам капитала банка, что заметно, но не опасно. Ольга записывает эту цифру как поправку, которую нужно держать в уме при оценке капитала.

Перейдём к третьему участку поля, то есть к деньгам. Девяносто миллиардов рублей ВКБ хранит в кассе, в банкоматах и на счетах в Банке России. Часть этих средств банк держит добровольно, чтобы обеспечить расчёты клиентов и выдачу наличных. Другая часть — это обязательные резервы, которые банк обязан депонировать в центральном банке в размере установленной доли от привлечённых средств. У ВКБ обязательные резервы составляют около восьми милли-

ардов рублей.

Нормативы обязательных резервов устанавливает Банк России, они различаются для разных видов обязательств и для разных валют, а их значения регулятор время от времени меняет. Резервы хранятся на специальном счёте и не приносят банку дохода, поэтому повышение нормативов немного уменьшает прибыль банков, а снижение немного увеличивает. Часть резервов банк может держать в режиме усреднения, то есть на обычном корреспондентском счёте, где они одновременно используются для расчётов. Для инвестора обязательные резервы — скорее технический элемент, но их изменение регулятором стоит замечать.

Деньги в кассе и на корреспондентском счёте — это недоходные активы. Банк, который держит слишком много денег, теряет доход, а банк, который держит их слишком мало, рискует не справиться с оттоком клиентов. Хорошо управляемый банк поддерживает баланс между доходностью и ликвидностью, держа основную часть запаса не в деньгах, а в облигациях, которые можно быстро превратить в деньги. Доля денежных средств в активах ВКБ, семь с половиной процентов, выглядит умеренной.

Четвёртый участок — межбанковские кредиты и сделки обратного РЕПО. Шестьдесят миллиардов рублей ВКБ размещает у других банков на короткие сроки, от одного дня до нескольких месяцев, и в сделках обратного РЕПО, где банк даёт деньги под залог ценных бумаг. Если у банка в какой-то

день оказывается больше денег, чем нужно, он размещает излишек на межбанковском рынке или в центральном банке на депозит. Доходность таких операций близка к ключевой ставке и невелика, зато деньги можно вернуть очень быстро.

Межбанковские кредиты несут свой риск: если банк-заёмщик обанкротится, деньги могут не вернуться. Поэтому банки устанавливают лимиты на каждого контрагента и предпочитают размещать деньги у крупных и надёжных игроков. Сделки обратного РЕПО безопаснее, потому что обеспечены ценными бумагами, а самые надёжные из них заключаются через центрального контрагента. Если вы видите у банка крупные межбанковские кредиты, выданные небольшим малоизвестным банкам, это повод задуматься, нет ли за этим связей между владельцами.

Пятый участок поля самый пёстрый — прочие активы. У ВКБ их семьдесят восемь миллиардов рублей. Двадцать пять миллиардов приходится на здания, оборудование, программное обеспечение и другие нематериальные активы. Двенадцать миллиардов — на имущество, изъятое у заёмщиков, которые не смогли расплатиться: квартиры, склады, земельные участки, техника. Остальные сорок один миллиард складываются из расчётов с клиентами, отложенных налоговых активов, вложений в ассоциированные компании и других мелких позиций.

Именно в прочих активах обычно и прячутся неприятные сюрпризы. Изъятое у заёмщиков имущество записывается в

баланс по оценочной стоимости, которая может быть завышена. Банку нужно его продать, но покупателя на загородный торговый центр или недостроенный склад найти непросто, и годами такое имущество висит на балансе, не принося дохода. Регулятор требует создавать под непрофильные активы резервы, если банк держит их слишком долго, но в отчётности международного стандарта оценка остаётся во многом на усмотрение банка.

Ещё один источник риска — инвестиционная недвижимость и вложения в непрофильные проекты. Некоторые банки владеют гостиницами, бизнес-центрами, сельскохозяйственными предприятиями, которые достались им за долги или были куплены владельцами через банк. Такие активы редко приносят доход, сравнимый с кредитами, а их оценка вызывает сомнения. Если доля непрофильных активов в балансе банка растёт из года в год, это тревожный знак: банк, вероятно, не может избавиться от плохих долгов и превращает их в имущество, которое никому не нужно.

Ольга, изучая прочие активы ВКБ, отмечает, что изъятое имущество за год выросло с девяти до двенадцати миллиардов рублей. Для банка размера ВКБ это ещё немного, всего один процент активов, но рост на треть за год требует объяснения. В примечаниях к отчётности она находит, что большую часть прироста составляет складской комплекс в Нижегородской области, перешедший к банку от обанкротившегося заёмщика. Ольга делает пометку: «Проверить через год,

продан ли склад и по какой цене».

Осталось разобраться с концентрацией, о которой мы упоминали в разговоре о кредитах крупному бизнесу. Регулятор ограничивает максимальный риск банка на одного заёмщика или группу связанных заёмщиков нормативом, который обозначается как Н6. Согласно ему, риск на одного заёмщика или группу не может превышать двадцати пяти процентов капитала банка. Норматив не даёт банку сложить все яйца в одну корзину и потерять значительную часть капитала из-за одного неудачного клиента.

Другой норматив, Н25, ограничивает риск банка на связанных с ним лиц: владельцев, руководителей, компании, которые им принадлежат. Предельное значение этого норматива — двадцать процентов капитала. Ограничение появилось не случайно: многие банки в прошлом превращались в кошелёк своих владельцев, выдавая кредиты их собственным компаниям на условиях, на которые не согласился бы ни один посторонний кредитор. Подробно о том, как распознать такие истории, мы поговорим в девятнадцатой главе.

Значения нормативов Н6 и Н25 банк раскрывает в форме 0409135, о которой мы говорили в прошлой главе. У ВКБ максимальный риск на одного заёмщика составляет восемнадцать процентов капитала при пределе в двадцать пять, а риск на связанных лиц — четыре процента при пределе в двадцать. Первая цифра означает, что у банка есть крупный заёмщик, дефолт которого может стоить ему почти пя-

той части капитала. Вторая говорит, что владельцы банка не злоупотребляют кредитами самим себе.

Норматив Н6 близкий к предельному значению — повод присмотреться к банку внимательнее. Он говорит о том, что банк работает с несколькими очень крупными клиентами и зависит от их судьбы. Сам по себе это не порок: многие региональные банки выросли вокруг двух-трёх крупных предприятий своего региона. Однако инвестору нужно понимать, кто эти клиенты, в какой отрасли они работают и насколько устойчивы. Если банк этого не раскрывает, неопределённость должна учитываться в цене, которую вы готовы за него заплатить.

Нормативы концентрации полезно читать в динамике. Если максимальный риск на одного заёмщика у банка из года в год колеблется около одного уровня, это означает устойчивую клиентскую базу. Если же он резко вырос за последние кварталы, банк, возможно, выдал крупный кредит новому клиенту или нарастил кредит старому, и стоит выяснить, кому и почему. Иногда такие скачки объясняются вполне безобидно, например крупной сделкой надёжного клиента. Иногда же они предшествуют проблемам, и лучше задать вопрос заранее.

Остался ещё один вопрос, который часто задают начинающие инвесторы: сколько активов банка можно считать доходными? Доходные активы — это те, которые приносят процентный доход: кредиты, облигации, межбанковские разме-

щения. Недоходные — это деньги в кассе, обязательные резервы, здания, изъятое имущество и прочее. У ВКБ доходные активы составляют около девяноста процентов всех активов, и это нормальный уровень для универсального банка. Именно с доходными активами мы будем работать, когда будем считать чистую процентную маржу в седьмой главе.

Чтобы проверить свои выводы, Ольга звонит школьной подруге Светлане, которая много лет работает в отделе корпоративного кредитования одного из банков Екатеринбурга. Светлана слушает рассказ о ВКБ и задаёт встречный вопрос: какая доля кредитов выдана компаниям из одной отрасли? Ольга не знает, и Светлана объясняет, что региональные банки часто сильно завязаны на строительство или торговлю, и спад в одной отрасли бьёт по ним гораздо сильнее, чем по банку с разнообразным портфелем. Ольга записывает ещё один пункт в свой список проверок.

В примечаниях к отчётности ВКБ Ольга находит распределение корпоративного портфеля по отраслям. Около четверти кредитов приходится на строительство и операции с недвижимостью, около пятой части — на торговлю, около пятой части — на обрабатывающую промышленность, остальное распределено между транспортом, сельским хозяйством и другими отраслями. Четверть в строительстве — заметная доля, которая делает банк чувствительным к рынку жилья и коммерческой недвижимости. Это ещё один пункт в картину рисков ВКБ, и Ольга обещает себе вернуться к нему,

когда дойдёт до качества кредитов и стоимости риска. Пока же она отмечает, что банк хотя бы раскрывает отраслевую структуру, а это уже говорит в его пользу.

Тимур тем временем узнаёт о своём «Сурском кредите» любопытную деталь. Почти шестьдесят процентов кредитного портфеля банка составляют потребительские кредиты наличными, а портфель этих кредитов за последний год вырос на сорок пять процентов. Тимур сначала радуется: банк растёт, значит, будет больше прибыли. Однако, вспомнив сравнение с клубникой, он начинает подозревать, что его банк засеял почти всё поле самой капризной культурой. Как это отражается на рисках, мы увидим в главах о качестве кредитов и стоимости риска.

Вторая деталь, которую замечает Тимур, касается портфеля ценных бумаг его банка. У «Сурского кредита» облигаций почти нет, около пяти процентов активов, а деньги на счетах в центральном банке составляют лишь несколько процентов. Почти всё, что банк привлекает, он сразу выдаёт в кредиты. Это объясняет высокую доходность его активов, но означает и тонкий запас ликвидности: если вкладчики начнут забирать деньги, банку будет нечего быстро продать. Тимур пока не знает, как оценивать такой запас, но пометку себе делает.

Подведём итог разговора об активах банка. Большую часть активов универсального банка занимают кредиты, которые делятся на корпоративные и розничные, а внутри — на сегменты с разной доходностью и разным риском: от

надёжной, но малодоходной ипотеки до доходных, но капризных потребительских кредитов и карт. Государственные программы поддержки дают банкам объём, но делают их зависимыми от решений, которые принимаются не в банке. Портфель ценных бумаг служит запасом ликвидности и источником дохода, а категория учёта бумаг определяет, как колебания цен попадут в прибыль и капитал. Деньги, межбанковские размещения и прочие активы дополняют картину, причём в прочих активах чаще всего прячутся проблемы.

Активы — это только половина баланса. Чтобы понять, насколько устойчив банк, нужно знать, на какие деньги куплено всё это хозяйство: сколько в нём вкладов граждан, сколько средств компаний, сколько займов у центрального банка и других кредиторов. От того, насколько дёшевы и надёжны эти источники, зависит и прибыль банка, и его способность пережить трудные времена. Об этом мы и поговорим в следующей главе.

Глава 5. Откуда банк берёт деньги

Срок второго вклада Ольги подходит к концу, и в обеденный перерыв она заходит в отделение банка рядом с работой. Молодая сотрудница в фирменном шарфике предлагает ей сразу несколько вариантов. Можно открыть вклад на полгода по одной ставке, на год по другой, на три года по третьей, а можно положить деньги на накопительный счёт, где ставка ниже, но снимать можно в любой момент. Ещё есть «специальное предложение» для новых денег и повышенная ставка, если оформить пакет услуг с дебетовой картой. Сотрудница терпеливо объясняет каждое условие, но через десять минут у Ольги голова идёт кругом от процентов, сроков и оговорок.

Ольга, привыкшая к сметам, просит распечатать все условия и уходит думать. Вечером она раскладывает листы на кухонном столе и замечает странную вещь. Банк готов платить ей больше за деньги, которые она не сможет забрать год, чем за деньги, которые она может забрать завтра. При этом за остаток на её дебетовой карте, где каждый месяц оседает зарплата, банк не платит почти ничего. Получается, что одни её деньги банк ценит дорого, а другие достаются ему почти бесплатно.

Ольга впервые смотрит на банк с другой стороны прилавка. До сих пор она была поставщиком денег для магазина, о котором мы говорили в первой главе, и не задумывалась,

как магазин выстраивает свои закупки. Теперь она понимает, что для банка важно не только сколько денег он привлекает, но и какие это деньги: дорогие или дешёвые, надёжные или летучие, длинные или короткие. В этой главе мы разберём пассивы банка, то есть всё, на что куплены его активы.

Пассивы банка удобно представить как водохранилище, которое наполняют разные притоки. Одни притоки текут круглый год ровно и спокойно, вода в них дешёвая и чистая. Другие полноводны только в сезон и пересыхают летом. Третьи можно включить по необходимости, открыв шлюз на соседней плотине, но за эту воду приходится дорого платить. Хороший управляющий водохранилищем знает каждый приток, понимает, на какой из них можно положиться в засуху, и не допускает, чтобы уровень воды зависел от одного источника.

Посмотрим, из каких притоков наполняется водохранилище ВКБ. Всего у банка обязательств на один триллион восемьдесят миллиардов рублей. Самый большой приток — средства клиентов, девятьсот миллиардов рублей, то есть пять шестых всех обязательств. Из них пятьсот сорок миллиардов принесли граждане, а триста шестьдесят миллиардов — компании. Остальные сто восемьдесят миллиардов складываются из облигаций, субординированного долга, займов у центрального банка и других банков и прочих обязательств.

Начнём с самого крупного и самого важного притока —

денег граждан. Пятьсот сорок миллиардов рублей физических лиц у ВКБ делятся на три части. Триста восемьдесят миллиардов лежат на срочных вкладах, сто миллиардов — на накопительных счетах, шестьдесят миллиардов — на текущих счетах и картах. Эти три части ведут себя совершенно по-разному, и банк платит за них очень разную цену.

Срочный вклад — это классический договор между банком и вкладчиком: деньги размещаются на определённый срок под фиксированную ставку. Если вкладчик забирает деньги досрочно, он обычно теряет большую часть процентов, поэтому срочные вклады достаточно стабильны в пределах срока. Ставка по срочному вкладу самая высокая среди розничных продуктов, ведь банк платит за уверенность, что деньги не уйдут. У ВКБ средняя ставка по срочным вкладам за 2025 год составила около двенадцати с половиной процентов годовых.

Накопительный счёт — относительно новый для массового вкладчика продукт, который за последние годы стал очень популярен. Деньги можно пополнять и снимать в любой момент, проценты начисляются на остаток, а ставка обычно ниже, чем по срочному вкладу. Банки любят накопительные счета за то, что могут менять ставку по ним в любой момент, без ожидания окончания срока. Средняя ставка по накопительным счетам ВКБ за год составила около семи процентов, причём банк дважды за год её менял вслед за рынком.

Срочные вклады имеют срок, но это не значит, что

по окончании срока деньги уходят из банка. Большинство вкладчиков продлевает вклад или переоформляет его на новый срок в том же банке, особенно если ставка остаётся конкурентной. Банки внимательно следят за долей продлённых вкладов: если она высокая, банк может рассчитывать на деньги гораздо дольше, чем говорит формальный срок договора. У ВКБ, по данным годового отчёта, около восьмидесяти процентов вкладов по окончании срока остаются в банке. Это и есть устойчивый остаток, о котором мы говорили в первой главе.

Розничные деньги подвержены и сезонным колебаниям. В декабре люди получают годовые премии и тринадцатую зарплату, и вклады в банках растут. Летом часть сбережений уходит на отпуска, а осенью — на подготовку детей к школе. Перед крупными праздниками остатки на картах сначала растут, а потом резко снижаются. Для инвестора, сравнивающего данные банка по месяцам, полезно помнить об этих ритмах, чтобы не принять обычное летнее снижение вкладов за отток.

Различается поведение вкладчиков и по размеру сбережений. Клиенты, у которых в банке лежит сумма в пределах страхового лимита, о котором речь пойдёт ниже, обычно спокойны и редко реагируют на новости. Состоятельные клиенты с вкладами в десятки миллионов рублей ведут себя иначе: они внимательно следят за надёжностью банка, распределяют деньги между несколькими банками и быстрее

уходят при сомнениях. Если в банке велика доля крупных вкладов, его розничная база менее устойчива, чем кажется по общей сумме.

Особое место среди вкладчиков занимают пенсионеры. Они ценят привычное отделение, знакомого сотрудника, стабильность и редко меняют банк ради лишней половины процентного пункта. Для многих региональных банков пенсионные вклады становятся основой фондирования. Однако этот сегмент стареет, а молодые клиенты привыкли выбирать банк через мобильное приложение и сравнивать ставки за несколько секунд, поэтому опора на пенсионеров — надёжная сегодня и всё менее надёжная завтра.

Текущие счета и остатки на дебетовых картах — самая дешёвая часть розничных денег. Банк почти ничего за них не платит или платит символический процент на остаток, а клиенты держат там деньги для повседневных расходов. Каждый отдельный остаток постоянно меняется: приходит зарплата, уходят платежи за квартиру, продукты, бензин. Однако сумма остатков по сотням тысяч клиентов оказывается удивительно устойчивой, и банк может спокойно использовать её для кредитования.

Ольга вспоминает свою дебетовую карту, на которой между зарплатами обычно лежит от тридцати до восьмидесяти тысяч рублей. Банк ничего ей не платит за эти деньги, а она и не задумывалась, что они чего-то стоят. Если у банка сто тысяч таких клиентов со средним остатком в шестьдесят ты-

сяч, это шесть миллиардов рублей почти бесплатных денег. Для банка это самый ценный приток в водохранилище: ровный, дешёвый и почти не зависящий от изменений ставок.

Отсюда понятно, почему банки так борются за зарплатные проекты и за то, чтобы клиент сделал их карту основной. Клиент, который получает на карту зарплату и расплачивается ею каждый день, приносит банку не только комиссии, о которых речь пойдёт в девятой главе, но и бесплатный остаток. Банк, у которого много таких клиентов, может платить по срочным вкладам меньше конкурентов и всё равно иметь достаточно денег. Доля дешёвых средств в пассивах — один из главных показателей качества банковского бизнеса, и о её влиянии на маржу мы поговорим в седьмой главе.

Похожим образом устроены и деньги компаний, второй крупный приток водохранилища. Триста шестьдесят миллиардов рублей корпоративных клиентов ВКБ делятся на сто пятьдесят миллиардов на расчётных счетах и двести десять миллиардов на срочных депозитах. Расчётный счёт — это рабочий счёт компании, через который проходят платежи поставщикам, зарплаты, налоги, поступления от покупателей. Остатки на расчётных счетах банк получает почти бесплатно, а за срочные депозиты компаний платит процент, сравнимый с рыночными ставками.

Деньги компаний устроены иначе, чем деньги граждан, и несут свои риски. Во-первых, они сильнее сконцентрированы: у банка могут быть сотни тысяч вкладчиков, но остатки

нескольких крупных компаний могут составлять заметную долю всех корпоративных средств. У ВКБ на десять крупнейших корпоративных клиентов приходится восемнадцать процентов средств юридических лиц, то есть около шестидесяти пяти миллиардов рублей. Если один из этих клиентов решит перевести деньги в другой банк, ВКБ почувствует это сразу.

Во-вторых, компании гораздо чувствительнее к ставкам и к новостям о банке. Финансовый директор крупной компании следит за предложениями разных банков и легко переводит депозиты туда, где ставка выше. При малейших сомнениях в устойчивости банка компании выводят деньги быстрее граждан: у них есть профессиональные казначеи, и у них нет страховки на крупные суммы. Поэтому банки, которые сильно зависят от средств нескольких крупных компаний, считаются менее устойчивыми, чем банки с широкой розничной базой.

В-третьих, корпоративные остатки сильно колеблются в течение месяца и года. В дни уплаты налогов деньги уходят со счетов компаний в бюджет, в конце квартала компании выплачивают зарплаты и бонусы, в конце года гасят кредиты. Банку приходится планировать ликвидность с учётом этих циклов, держа запас на дни крупных выплат. Для инвестора это объясняет, почему на отчётную дату цифры средств компаний в банке могут сильно отличаться от средних за период.

Особый вид корпоративных средств в российских банках

связан с жилищным строительством. Покупатели квартир в новостройках вносят деньги не застройщику, а на специальные счета эскроу в уполномоченном банке, и застройщик получает их только после сдачи дома. Пока дом строится, деньги лежат в банке, и банк может использовать их как дешёвое фондирование для проектного кредита тому же застройщику. Чем больше на счетах эскроу, тем ниже ставка по кредиту для застройщика и тем дешевле деньги для банка. Для банков, активно работающих со строительной отраслью, эти счета стали заметной частью пассивов.

Ещё один источник корпоративных денег — средства государственных и муниципальных структур. Федеральное казначейство, финансовые органы регионов, государственные компании размещают временно свободные деньги в банках, часто через аукционы. Такие деньги бывают крупными и относительно дешёвыми, но они не остаются в банке надолго и требуют залога или соответствия строгим требованиям к надёжности. Для банка это скорее удобная подпитка, чем основа фондирования.

Теперь о механизме, который делает розничный приток таким надёжным, — о системе страхования вкладов. В России она действует с 2004 года, и её оператором является государственная корпорация, Агентство по страхованию вкладов. Все банки, которые принимают вклады граждан, обязаны участвовать в системе. Если у банка отзывают лицензию, вкладчики получают от агентства возмещение по своим

вкладам в пределах установленного лимита.

На момент написания книги лимит страхового возмещения составляет один миллион четыреста тысяч рублей на одного вкладчика в одном банке, включая проценты. Для ряда особых ситуаций, например когда на счёт поступили деньги от продажи жилья, наследство или определённые социальные выплаты, лимит временно повышен до десяти миллионов рублей. С конца октября 2025 года отдельный лимит в два миллиона восемьсот тысяч рублей действует для безотзывных рублёвых вкладов на срок больше трёх лет, оформленных сберегательными сертификатами, и он считается сверх обычного. Страхование распространяется также на индивидуальных предпринимателей и на часть малых предприятий. Лимиты и правила устанавливает закон, и они уже менялись, поэтому актуальные значения стоит проверять на сайте агентства.

Ольга быстро считает: её семьсот тысяч в одном банке и пятьсот тысяч в другом полностью укладываются в лимит, даже с процентами. Она понимает, почему так спокойно относилась к выбору банка для вкладов: что бы ни случилось с банком, деньги ей вернут. Однако если бы она решила стать акционером того же банка, никакой страховки у неё бы не было. Это ещё одна иллюстрация к разговору из первой главы о разнице между вкладчиком и акционером.

Ольга задумывается и о другом. Если она станет акционером банка, её собственные вклады в этом же банке окажутся

частью его фондирования, то есть она будет одновременно и поставщиком, и хозяином магазина. Ничего плохого в этом нет, но риски при этом складываются: если с банком что-то случится, вклады ей вернут, а акции, скорее всего, обесценятся. Ольга решает, что держать вклады и акции в одном банке разумно, только если общая сумма вкладов остаётся в пределах страхового лимита.

Для банка система страхования вкладов — одновременно опора и расход. Опора, потому что застрахованные вкладчики не бегут из банка при первых слухах, а это делает розничную базу устойчивой. Расход, потому что банки платят в фонд страхования регулярные взносы, пропорциональные объёму вкладов. У ВКБ эти взносы составили около двух миллиардов рублей за 2025 год, и мы ещё встретим их среди расходов банка в десятой главе.

Важная деталь: размер взносов зависит не только от объёма вкладов, но и от того, какие ставки банк по ним платит. Банки, которые привлекают вклады под ставки заметно выше рыночных, платят повышенные взносы. Так система пытается ограничить ситуацию, когда слабый банк скупает вклады по любой цене, зная, что вкладчики застрахованы и не будут проверять его надёжность. Высокие ставки по вкладам у небольшого банка — один из классических тревожных признаков, к которому мы вернёмся в девятнадцатой главе.

У страхования вкладов есть и обратная сторона, которую экономисты называют риском недобросовестного пове-

дения. Вкладчик, уверенный в возврате денег, перестаёт выбирать надёжный банк и просто идёт туда, где ставка выше. Это позволяет слабым банкам привлекать деньги, предлагая высокие проценты, и расти до тех пор, пока проблемы не станут очевидны. Именно поэтому регулятор вынужден компенсировать слабость рыночной дисциплины надзором и повышенными взносами.

Третий приток водохранилища — облигации и векселя самого банка. ВКБ выпустил облигаций и векселей на тридцать три миллиарда рублей, что составляет около трёх процентов всех обязательств. Банки выпускают облигации, чтобы получить деньги на более длинный срок, чем дают вкладчики, и чтобы расширить круг кредиторов за пределы своих клиентов. Ставки по облигациям обычно выше, чем по вкладам, ведь облигации не застрахованы и их покупают профессиональные инвесторы.

Облигации банка интересны инвестору с двух сторон. С одной стороны, это источник фондирования, и его доля в пассивах показывает, насколько банк зависит от рынка. С другой стороны, облигации банка — сам по себе инструмент для вложений, альтернативный акциям, и о нём мы поговорим в двадцатой главе. Некоторые банки выпускают ещё и структурные облигации, доход по которым зависит от поведения какого-либо актива, но такие выпуски чаще служат продуктом для клиентов, чем источником фондирования, и подробно разобраны в книге серии о структурных продук-

тах.

Векселя когда-то были популярным инструментом привлечения денег банками, но в последние годы их значение сильно снизилось. Банковский вексель — это ценная бумага, по которой банк обязуется выплатить определённую сумму в определённый срок. В прошлом векселя иногда использовались в сомнительных схемах, когда клиентам продавали векселя под видом вкладов, а потом выяснялось, что они не застрахованы. Если вы видите у банка значительный объём векселей, проданных физическим лицам, к этому стоит присмотреться.

Четвёртый приток водохранилища — субординированный долг. У ВКБ его двадцать семь миллиардов рублей, из которых девять миллиардов составляет бессрочный долг. Субординированный долг — это заём, который в случае банкротства банка погашается после всех остальных кредиторов, но до акционеров, и за это кредиторы получают повышенную ставку. Для банка главное достоинство субординированного долга в том, что регулятор засчитывает его в капитал, и о роли этого долга в капитале мы поговорим в тринадцатой главе.

Субординированные и бессрочные облигации банков — отдельный и довольно сложный класс инструментов со своими правилами списания, досрочного погашения и выплаты купонов. Подробно они разобраны в отдельной книге серии, и здесь мы не будем повторять этот материал. Для акционе-

ра достаточно понимать две вещи. Во-первых, субординированный долг увеличивает запас прочности банка, ведь в плохом сценарии он поглощает убытки раньше вкладчиков. Во-вторых, он обходится банку дороже обычного фондирования и снижает прибыль, которая достаётся акционерам.

Пятый приток — деньги центрального банка и других банков. У ВКБ таких заимствований шестьдесят миллиардов рублей: тридцать пять миллиардов привлечено у Банка России в сделках РЕПО под залог облигаций, двадцать пять миллиардов — на межбанковском рынке. Это шлюз на соседней плотине из нашей аналогии: его можно открыть быстро, но вода из него стоит дорого и не может быть основой хозяйства.

Банк России предоставляет банкам деньги через несколько инструментов. Основной из них — аукционы РЕПО, на которых банки получают деньги на неделю или другой срок под залог ценных бумаг из специального перечня. Есть операции постоянного действия, когда банк может получить деньги в любой день, но по ставке выше ключевой. Есть кредиты под залог нерыночных активов, например под залог права требования по качественным кредитам. Для системно значимых банков существуют безотзывные кредитные линии, которые гарантируют доступ к деньгам в стрессовой ситуации.

Центральный банк выполняет роль кредитора последней инстанции: в кризис он готов дать деньги банкам, у которых

есть качественное обеспечение. Это сильная защита от паники, ведь платёжеспособный банк, у которого внезапно ушли вкладчики, может заложить облигации и получить деньги в тот же день. Однако эта защита работает только для банков с хорошим залогом. Банк, у которого нет облигаций из перечня центрального банка и мало качественных кредитов, в трудный момент может остаться без доступа к деньгам регулятора. Поэтому при анализе банка полезно смотреть не только на объём его облигаций, но и на то, какая их часть принимается центральным банком в залог и какая уже заложена в действующих сделках РЕПО.

Для инвестора важно, какую долю пассивов банк получает от центрального банка и как эта доля меняется. Временное привлечение денег регулятора в дни налоговых выплат или конца квартала — нормальная практика. Постоянная и растущая зависимость от денег центрального банка — признак того, что у банка не хватает собственных клиентов и он закрывает дыру в фондировании дорогими деньгами. У ВКБ на центральный банк приходится чуть больше трёх процентов обязательств, и это нормальный уровень.

Межбанковский рынок — ещё более летучий источник. В спокойные времена банки охотно одалживают друг другу деньги на один день или неделю, а в периоды напряжённости лимиты на слабые банки закрываются мгновенно. История любого банковского кризиса показывает, что межбанковский рынок замерзает раньше всего. Банк, который силь-

но зависит от межбанковских займов, рискует оказаться без денег именно тогда, когда они нужнее всего.

Отдельно стоит упомянуть приток, который не назовёшь обязательством, но который тоже наполняет водохранилище, — собственный капитал акционеров. У ВКБ это сто двадцать миллиардов рублей, десятая часть всех пассивов. Капитал — самый дорогой источник денег, ведь акционеры ждут от банка доходности выше, чем получают вкладчики и держатели облигаций. Зато капитал никогда не нужно возвращать, и именно он принимает на себя убытки первым. Чем больше у банка капитала относительно рисков, тем спокойнее спят его вкладчики, но тем ниже доходность для самих акционеров, и об этом балансе мы будем подробно говорить в тринадцатой и пятнадцатой главах.

Шестой, самый пёстрый приток — прочие обязательства. У ВКБ их шестьдесят миллиардов рублей: это расчёты по операциям клиентов, начисленные, но не выплаченные проценты, обязательства по аренде, налоговые обязательства, резервы под внебалансовые обязательства и другие позиции. В отличие от прочих активов, прочие обязательства редко скрывают серьёзные проблемы, хотя резкий рост отдельных статей тоже стоит понимать.

Теперь соберём всё вместе и посчитаем, сколько стоят банку его деньги. Процентные расходы ВКБ за 2025 год составили восемьдесят четыре миллиарда рублей. Из них пятьдесят два миллиарда банк заплатил гражданам, двадцать два

миллиарда — компаниям, шесть миллиардов — держателям облигаций и субординированного долга, четыре миллиарда — центральному банку и другим банкам. Средняя сумма обязательств, по которым банк платит проценты, составила за год около девятисот шестидесяти миллиардов рублей.

Разделив восемьдесят четыре миллиарда на девятьсот шестьдесят миллиардов, получаем стоимость фондирования ВКБ около восьми целых семидесяти пяти сотых процента годовых. Эта цифра объединяет и дорогие срочные вклады по двенадцать с половиной процентов, и почти бесплатные расчётные счета, и облигации, и деньги регулятора. Стоимость фондирования — это цена закупки товара в нашем магазине денег, и именно её мы будем сравнивать с доходностью активов, когда будем считать маржу в седьмой главе.

Обратите внимание, насколько сильно на итоговую цифру влияют дешёвые деньги. Из девятисот миллиардов средств клиентов ВКБ около двухсот десяти миллиардов приходится на текущие счета граждан и расчётные счета компаний, за которые банк почти ничего не платит. Если бы за все эти деньги пришлось платить хотя бы по ставке накопительного счёта, около семи процентов, процентные расходы банка выросли бы почти на пятнадцать миллиардов рублей, а прибыль сократилась бы примерно вдвое. Бесплатные остатки клиентов — невидимый, но очень ценный актив банка.

Сравнивая стоимость фондирования разных банков, нужно помнить, что она зависит от уровня ставок в экономике. В

период высокой ключевой ставки стоимость фондирования у всех банков растёт, в период низкой — снижается. Поэтому полезно смотреть не на абсолютную цифру, а на то, насколько стоимость фондирования банка ниже или выше рыночных ставок по вкладам и ключевой ставки. Банк, который стабильно привлекает деньги дешевле рынка, обладает настоящим конкурентным преимуществом.

Не менее важно, на какой срок банк привлекает деньги по сравнению со сроком, на который он их выдаёт. По данным примечаний к отчётности ВКБ, средний оставшийся срок его срочных вкладов и депозитов составляет около восьми месяцев, а средний оставшийся срок кредитов — около трёх лет. Разрыв в сроках и есть та самая трансформация, на которой зарабатывает банк. Насколько этот разрыв безопасен, зависит от устойчивости вкладов и от запаса ликвидных активов, и об этом мы подробно поговорим в четырнадцатой главе.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.