

20 сентября 2013 г.

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Отток ликвидности по кредитно-депозитным операциям...

В прошлом году благодаря наличию адекватного спроса банки активно наращивали кредитование (+19,1%), как розничное (+39,4%), так и корпоративное (+12,7%). При этом поступления средств (на депозиты и прочие счета) со стороны клиентов (без учета остатков на расчетных счетах, отличающихся высокой волатильностью, и депозитов Казначейства/Минфина), являющихся основным источником фондирования для банков, оказалось недостаточно. По нашим оценкам, отрицательная разница между притоком клиентских средств и приростом кредитования в 2012 г. (за исключением декабря) составила 1,7 трлн руб. Мы сознательно исключили декабрь, поскольку в последние дни этого месяца наблюдается традиционно большой приток бюджетных средств банки, которые они не успевают задействовать в своих операциях в текущем году. В условиях ограниченной возможности для привлечения долга на публичных рынках (евробондов и синдицированных кредитов) образовавшийся дефицит ликвидности (здесь и далее под дефицитом ликвидности понимается превышение требований над обязательствами по соответствующим статьям баланса) банки покрывали, главным образом, за счет средств, привлекаемых у ЦБ РФ. Задолженность банков перед регулятором увеличилась за год на те же 1,7 трлн руб. (с поправкой на декабрьский приток бюджетных средств) при этом долг перед Минфином/Казначейством почти не изменился.

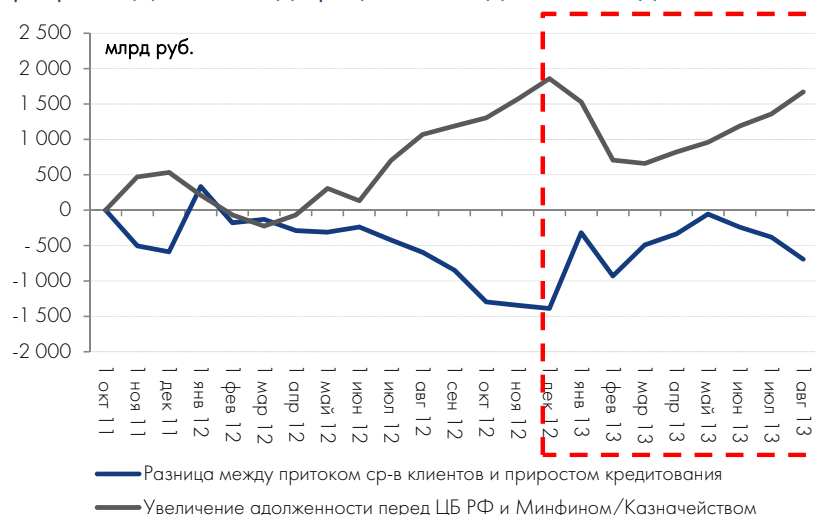
... в этом году сменился притоком, однако потребность в госфондировании сохранилась...

Однако за период 7М 2013 г. (более свежая статистика пока не доступна) наблюдалась совершенно иная ситуация: темп роста кредитных портфелей (+10%) был сопоставим с приростом клиентских средств (+10,2% без учета средств Казначейства). Отметим, что такая динамика не связана с сезонностью: за 7М 2012 г. эти показатели составили +10,7% и +7,9%, соответственно. В результате объем средств, поступивших на депозиты банков, на 0,7 трлн руб. превысил размер выданных ими кредитов. (График 1). Однако сопоставимого снижения задолженности банков перед государством не произошло, обязательства перед ЦБ РФ и Казначейством почти не сократились (всего на 23 млрд руб.). В то же время банки сильно увеличили объем ликвидности, размещаемой на рынке МБК, на 1,22 трлн руб. Таким образом, получается довольно странная ситуация: с одной стороны, банки имеют определенный избыток ликвидности, а с другой, по каким-то причинам задолженность перед ЦБ РФ не снижается. В связи с этим мы решили изучить следующие вопросы:

... в чем же причины?

1. Зачем банкам сейчас требуется госрефинансирование?
2. Почему, несмотря на увеличение объема средств, размещаемых на "межбанке", возникла премия ставки RUONIA к о/п РЕПО ЦБ?
3. Насколько вероятно снижение задолженности перед ЦБ РФ до конца 2013 г.?

График 1. Динамика дефицита ликвидности и задолженности перед ЦБ



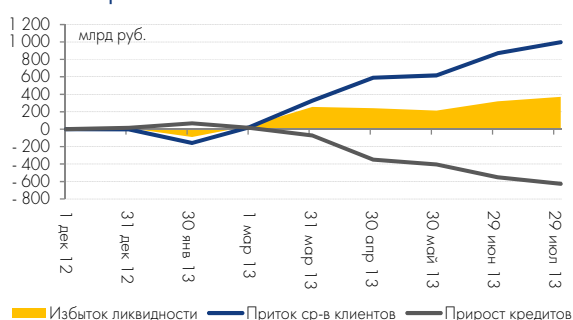
Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Клиенты принесли в банки больше инвалюты и рублей, чем требовалось для кредитования

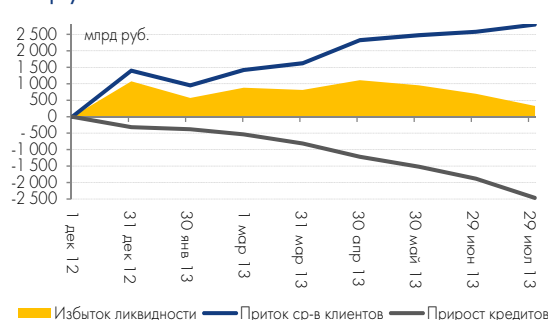
Анализ валютной структуры кредитного портфеля и клиентских средств (без учета расчетных счетов), которые формируют основную часть баланса банковской системы, показывает, что разница между притоком средств клиентов и приростом кредитования за 7М 2013 г. была положительной как по рублевой (+330 млрд руб.), так и по валютной (+371 млрд руб.) компонентам (График 2), несмотря на вновь ускорившееся кредитование в июле 2013 г. Таким образом, кредитно-депозитные операции не могли сформировать спрос банков на ликвидность от ЦБ РФ и Минфина/Казначейства, напротив, образовался даже избыток как валютной, так и рублевой, ликвидности, который позволил банкам частично сократить задолженность перед ЦБ по кредитам под нерыночные активы (Положение №312-П) на 254 млрд руб.. Кроме того, этот избыток оказался заметно больше, чем произведенные вложения в ценные бумаги, номинированные в рублях (170 млрд руб.) и в иностранной валюте (237 млрд руб.).

Куда же банки направили эту "лишнюю" ликвидность? Традиционно, те средства, которые не задействованы в кредитовании реального сектора экономики и ценных бумагах, оседают на рынке МБК.

График 2. Динамика притока клиентских средств и оттока их в кредитование...
... в иностранной валюте...



... в рублях



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

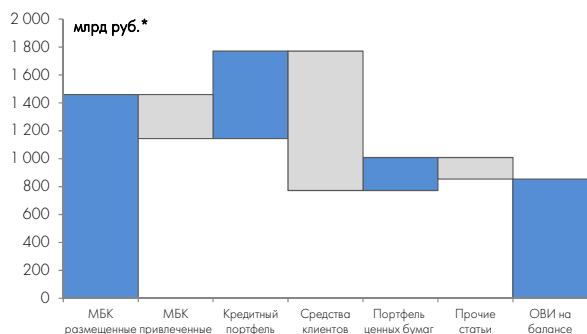
Банки существенно нарастили МБК в инвалюте, сформировав на балансе ОВИ...

Действительно, с начала года объем средств, размещенных на МБК (в т.ч. и валютные свопы), увеличился на 1,2 трлн руб., при этом МБК в рублях сократилось в пользу валюты (в инвалюте было размещено 1,4 трлн руб.). С другой стороны, прирост МБК, привлеченных в инвалюте, составил всего 333 млрд руб., а приток валюты по кредитно-депозитным операциям за вычетом вложений в ценные бумаги, номинированные в инвалюте, как мы отметили выше, был лишь 134 млрд руб. Таким образом, превышение требований над обязательствами (далее по тексту мы называем его открытым валютным интересом, или ОВИ) по основным статьям баланса (МБК, кредиты, депозиты, ценные бумаги) в

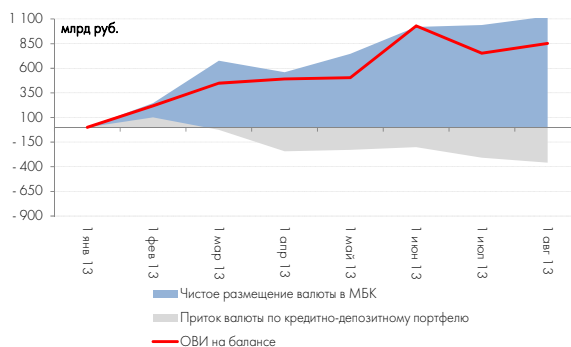
иностранный валюте за 7М 2013 г. увеличилось на 1 трлн руб. С учетом всех остальных статей баланса ОВИ, по данным ЦБ РФ, на 1 августа 2013 г. оказался на 853 млрд руб. (~26 млрд долл.) больше, чем в начале года. Как видно из Графика 3, основная часть изменения ОВИ прилась на МБК (включая свопы), размещенные у нерезидентов (+1,4 трлн руб. в рублевом эквиваленте), при этом рост ОВИ был равномерным в течение этого года, т.е. не был связан с разовой операцией.

График 3. Факторы формирования ОВИ на балансе банков РФ

ОВИ вырос за счет МБК...



... равномерно с начала года



* ин. валюта в рублевом эквиваленте
 Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

... использован и госфинансирование

Рост валютных активов обусловлен не игрой банков против рубля, а наличием процентного арбитража

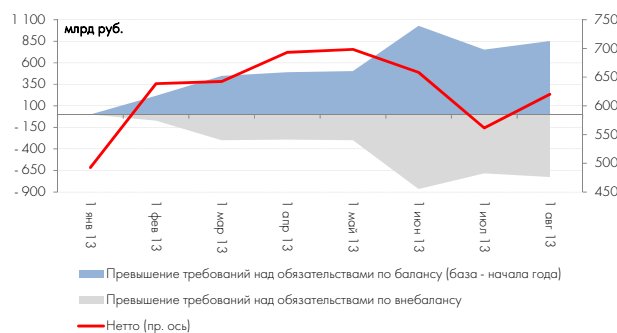
В первом приближении получается, что банки купили иностранную валюту на сумму 853 млрд руб., при этом избытка рублевой ликвидности, полученного по кредитно-депозитным операциям и от изменения вложений в ценные бумаги, явно для этого не хватило (его объем составил всего 160 млрд руб.). Как следствие, банки привлекали дополнительный объем рублевой ликвидности у государства (ЦБ РФ и Минфин/Казначейство). Именно по этой причине задолженность банков перед ЦБ РФ почти не сократилась.

Как известно, ограничения ЦБ РФ на величину ОВП не позволяют банкам иметь столь большую позицию в иностранной валюте на балансе без соответствующего хеджа (то есть по сути банки могут играть против рубля, но только в рамках лимита, установленного регулятором). Действительно, как видно на Графике 4, открытый валютный интерес на балансе компенсируется внебалансовыми требованиями/обязательствами банков (сальдо обязательств над требованиями в инвалюте по внебалансу возросло на 726 млрд руб.), и, как следствие, чистый размер ОВИ (с учетом баланса и внебаланса) с начала года почти не изменился.

Таким образом, за 7М 2013 г. банки выступили активными покупателями валюты на спот-рынке и не менее активными ее продавцами на форвардном рынке, получая прибыль на уровне вмененной доходности по валютным NDF.

Поскольку большой возможности для инвестирования (с минимальным риском) полученной краткосрочной валюты внутри РФ нет, локальные банки в основном размещают ее на депозиты в иностранных банках. Как следствие, приток валюты на баланс банков РФ оказал нулевой эффект на счет капитальных операций.

График 4. Динамика ОВИ



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Основными продавцами инвалюты стали нерезиденты, покупавшие ОФЗ, ...

Учитывая, что объем валюты, проданный ЦБ РФ в января-июле, составил всего 252 млрд руб. (7,9 млрд долл.), напрашиваются очевидные вопросы: откуда банки взяли столь большой объем иностранной валюты (853 млрд руб. в рублевом эквиваленте), и кто покупал валюту на форвардах? Традиционными продавцами валюты выступают российские экспортеры, которые покупают рубли, главным образом, для осуществления налоговых платежей, выплаты зарплат и прочих операционных расходов. Однако, по нашим наблюдениям, существенного изменения г./г. объема продажи валюты экспортерами не происходило в условиях замедляющейся экономики и ослабления рубля. С недавних пор другим источником валюты стали нерезиденты, которые активно увеличивали свое присутствие на рынке ОФЗ с момента его либерализации (допуска Euroclear/Clearstream) в начале этого года. По оценкам ЦБ РФ, с 1 февраля по 1 июля 2013 г. их доля увеличилась с 10-15% до 30%, что транслируется в приток валюты на сумму ~15-20 млрд долл. Сопоставляя объемы продаж валюты ключевыми участниками рынка (нерезидентами, ЦБ РФ и экспортерами) с приростом ОВИ на балансе банков, мы приходим к выводу о том, что именно за счет валюты от нерезидентов банки в основном увеличили свои валютные активы.

... они же выступили покупателями инвалюты на форвардах...

По нашим наблюдениям, большая часть нерезидентов (более половины), прежде всего, хедж-фондов, в 1П 2013 г. покупали ОФЗ с использованием валютных свопов (для хеджирования валютного риска), ставя в основном на ценовой рост облигаций (предполагая скорое снижение ключевых ставок ЦБ РФ, которого так пока и не произошло). Таким образом, существенная часть ОВИ на балансе (~8-10 млрд долл.) отражает, по-видимому, сделки валютных свопов, заключенных с нерезидентами-покупателями ОФЗ. Стоит отметить, что преобладание нерезидентов именно в длинных ОФЗ обусловлено более высокой маржой над ставками краткосрочных валютных свопов, а также лучшей торговой ликвидностью. Кстати говоря, в сравнении с российскими банками нерезидентам приходится довольствоваться меньшей маржой carry-trade при инвестировании в ОФЗ.

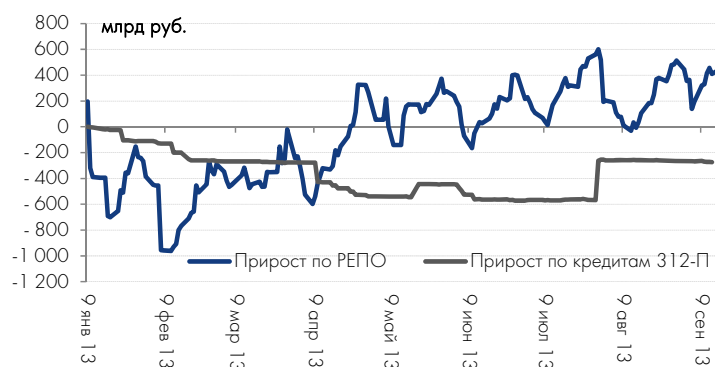
Остальная часть ОВИ на балансе закрывается форвардной продажей валюты (~10-13 млрд долл.) тем участникам (не банкам РФ), которые или хеджировали свои валютные риски, или просто играли против рубля на ожиданиях его ослабления, которые были сформированы в том числе, и заявлениями МЭР (для поддержания экономики требуется слабый рубль) и Минфина (который для пополнения Резервного фонда планировал покупать доллары на открытом рынке). Отметим, что хеджировать валютные риски могли и российские корпорации, которые имеют рублевую выручку, но дивиденды/долговые и пр. обязательства выплачивают в долларах (к ним можно отнести телекомы).

... обусловив отсутствие укрепления рубля в начале года

Именно наличие спроса на иностранную валюту на форвардном рынке является объяснением того факта, что укрепления рубля в начале года не было, несмотря на относительно высокие цены на нефть и большое предложение валюты от нерезидентов (по нашим оценкам порядка 15-20 млрд долл.).

Таким образом, мы получили ответ на первый вопрос настоящего обзора. Привлечение относительно дешевого госфинансирования обусловлено спросом на рублевую ликвидность со стороны нерезидентов (для покупки ОФЗ), при этом банки РФ выступают в роли трансмиссионного механизма, зарабатывая на процентном арбитраже между о/п РЕПО ЦБ (5,5%-5,7% годовых) и ставкой по валютным свопам (6,0%-6,5% годовых). Этот арбитраж поддерживается, главным образом, наличием повышенного спроса на инвалюту на форвардном рынке со стороны "спекулянтов" (не банков РФ).

График 5. Прирост задолженности перед ЦБ по РЕПО и кредитам 312-П



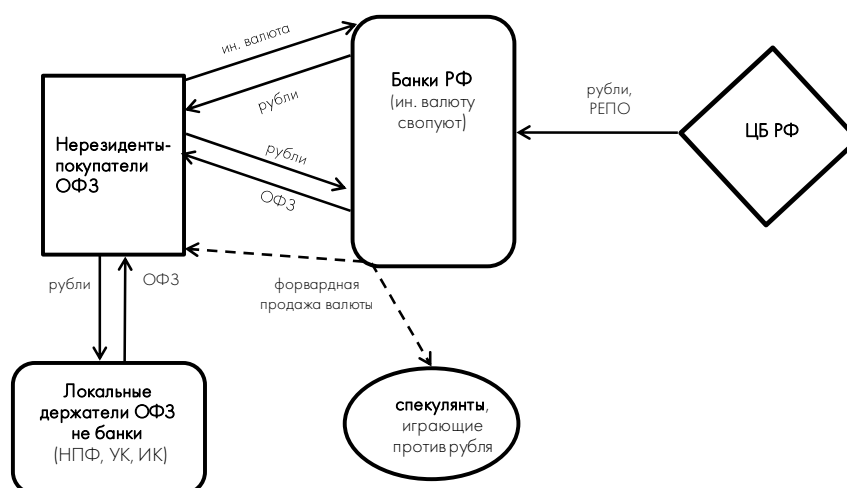
Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

РЕПО с ЦБ банками потребовалось для фондирования нерезидентов через валютные свопы

В качестве подтверждения нашего вывода служит тот факт, что задолженность банков по РЕПО с ЦБ (@ 5,5-5,7% годовых) выросла на 516 млрд руб. до 2,3 трлн руб. (График 5). Таким образом, спрос со стороны банков был только на то фондирование, которое могло быть эффективно размещено в валютные свопы.

В упрощенном виде получается следующая схема: банки используют РЕПО с ЦБ для предоставления рублевой ликвидности нерезидентам (или посредством покупки у них валюты, или через валютный своп), на которую те покупают ОФЗ либо у Минфина, либо у локальных инвесторов (в том числе НПФ, которые существенно сократили вложения в облигации в пользу банковских депозитов). Поскольку с января по август (включительно) чистый объем размещения ОФЗ составил всего 123 млрд руб., увеличение позиции нерезидентов в ОФЗ произошло, главным образом, на вторичном рынке. Крупные банки РФ (прежде всего, Сбербанк) с начала года также немного нарастили свои вложения в ОФЗ, но прирост позиции в валютном свопе, по нашим оценкам, был заметно выше. Повидимому, российские банки предпочитают осуществлять лишь процентный арбитраж, не предполагая ценовой рост ОФЗ (с начала года котировки госбумаг продемонстрировали негативную динамику, так ОФЗ 26207 подешевели на ~7 п.п.).

График 6. Упрощенная схема финансовых потоков: нерезиденты оказались в долгу перед ЦБ РФ



Источник: оценки Райффайзенбанка

**Ухудшение внешнего
фона может снизить
RUONIA...**

Заметное увеличение присутствия нерезидентов на рынке ОФЗ привело к структурному изменению не только рынка госбумаг, но и денежного рынка (как видно на Графике 6). Появление участника, предъявляющего высокий спрос на рублевую ликвидность, может привести к удорожанию фондирования даже, когда ликвидная позиция банков (превышение краткосрочных требований над обязательствами) не сокращается (мы это не раз наблюдали, когда крупные банки испытывали определенные затруднения). По-видимому, это и стало одной из основных причин расширения спреда между ставками RUONIA и о/п РЕПО ЦБ РФ.

Во 2П 2013 г. может произойти достаточно много событий (вопрос с госдолгом США, сворачивание QE, замедление экономики Китая и пр.), способствующих оттоку спекулятивного капитала из GEM (в том числе из РФ), что может привести к продажам нерезидентами ОФЗ и, как следствие, снижению спроса на рублевую ликвидность. В таком случае спред между ставками валютных свопов и РЕПО с ЦБ, скорее всего, сузится.

**...однако сокращения
задолженности банков
перед государством
ждать не стоит**

Поскольку одним из факторов формирования задолженности банков по РЕПО с ЦБ является осуществление процентного арбитража, снижение спроса на рубли со стороны нерезидентов, на первый взгляд, привело бы к сокращению этой задолженности (при прочих равных). Однако событие, при котором происходит заметный отток средств нерезидентов из ОФЗ, скорее всего, будет сопровождаться ростом девальвационных ожиданий, что, в свою очередь, приведет к снижению остатков на рублевых счетах клиентов в пользу иностранной валюты. Это создаст дефицит рублевой ликвидности на балансах банков, который им придется восполнять посредством инструментов рефинансирования ЦБ РФ (в частности, РЕПО, 312-П) и Казначейства. Поэтому сокращения задолженности перед государством под влиянием этого фактора, скорее всего, не произойдет.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.