

Российский банковский сектор Кредитные ставки могут снизиться

Выводы

Российский банковский сектор с ЗК11 испытывает недостаток рублевой ликвидности. Тогда как большинство ожидает дальнейшего ухудшения и роста ставок, мы считаем, что появились факторы, способные стабилизировать ситуацию. Такими факторами являются: выход Минфина на валютный рынок, дефицит федерального бюджета и рост объемов финансирования инфраструктурных проектов.

На наш взгляд, совокупность этих факторов может оказать давление на кредитные ставки и чистую процентную маржу банков (NIM), не способствуя при этом улучшению качества кредитных портфелей. Позитивным моментом является то, что несмотря на негативные последствия для прибылей банков, более благоприятная ситуация с ликвидностью вероятно поддержит цены на облигации, особенно эмитентов небанковского сектора.

Анализ

Покупка валюты Минфином как способ поддержки ликвидности. Операции по покупке валюты для Резервного фонда и Национального Фонда Благостояния (РФ и НФБ), которые планируется начать проводить на рынке во 2П13, остановят отток рублевой ликвидности из банковского сектора. Более того, вероятный перевод отчислений в РФ и НФБ на ежеквартальную основу снизит амплитуду сезонных колебаний ликвидности. Стоит отметить, что планируемые изменения не предоставят дополнительной ликвидности и не вернут те рубли, которые уже были конвертированы через ЦБ РФ в предыдущие годы. Мы не считаем, что эти изменения существенно повлияют на курс рубля. Влияние ограничивается лишь устранением ожиданий заметных колебаний рублевой ликвидности.

Дефицит федерального бюджета как поддерживающий фактор. В отличие от предыдущих лет Минфин в 1К13 не изымал рубли с рынка, как это было ранее. Даже после окончания сезонного роста расходов в конце года, бюджет оставался отрицательным на протяжении большей части 1К13. На наш взгляд, эффект этого изменения был очевиден – рублевая ликвидность банковского сектора стабилизировалась на уровне, превышающем 2П12. Тем не менее, пока неясно, будут ли расходы государства превышать доходы на протяжении всего года.

Дешевое инфраструктурное фондирование для качественных заемщиков. По словам чиновников, государство намерено выделить существенный объем средств на финансирование инфраструктурных проектов. Вероятно, РФ и ФНБ будут также использованы для этих целей. Средства, выделенные в рамках инвестиций в инфраструктуру, поступят напрямую реальному сектору, минуя банки.

Рыночные последствия

Негативное влияние на прибыли банков, особенно небольших, неаффилированных банков. Хотя часть средств, выделенных на инфраструктурные проекты, будет размещена на депозитах, способствуя снижению стоимости фондирования банков, в конечном итоге масштабные инвестиции в инфраструктуру приведут к снижению NIM кредитных организаций без заметного улучшения качества кредитных портфелей. Давление на рентабельность будет сильнее у небольших неаффилированных банков, большая часть фондирования которых рыночная. Эти банки вероятно всего не смогут извлечь выгоды от дешевых инвестиций в инфраструктуру. Банки, работающие с уже низкой процентной маржой, могут столкнуться с ухудшением качества кредитных портфелей. Крупные надежные заемщики не будут заинтересованы в дорогом финансировании, т.к. будут получать более дешевое и долгосрочное фондирование от государства. Розничные банки, по всей видимости, пострадают меньше других. Во-первых, рентабельность их бизнеса довольно высока; во-вторых, их заемщики не выигрывают при росте инвестиций в инфраструктуру.

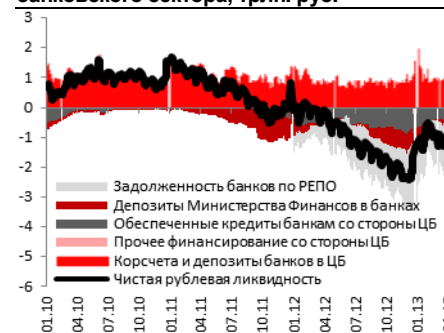
Повышение ликвидности в банковском секторе может смягчить негативное давление на прибыль банков. Долговой рынок может получить поддержку благодаря лучшей, чем ожидалось, рублевой ликвидности. Мы не считаем, что обозначенные выше факторы могут негативно повлиять на котировки облигаций банков в ближайшее время.

Сальдо федерального бюджета, трлн. руб.



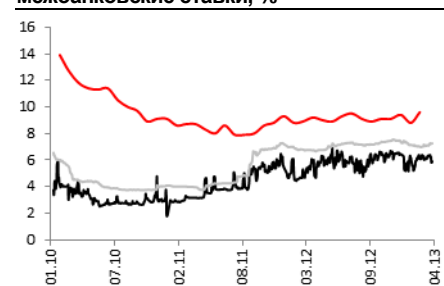
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Чистая рублевая ликвидность банковского сектора, трлн. руб.



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Ставки по корпоративным кредитам и межбанковские ставки, %



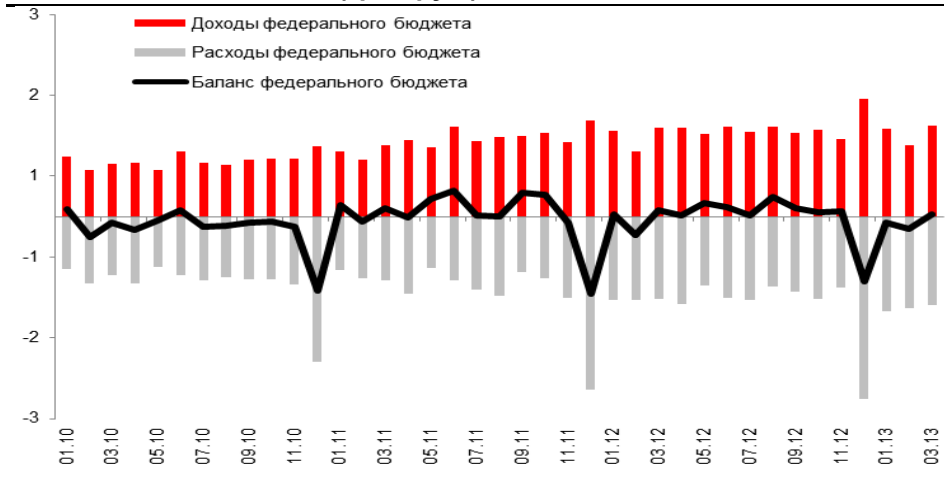
Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

После роста расходов в конце года они, как правило, снижаются ниже уровня доходов

Дефицит федерального бюджета обеспечил дополнительную ликвидность в 1К13

Рост расходов в конце каждого года приводит к тому, что бюджетный баланс становится отрицательным. После роста в конце года расходы, как правило, снижаются ниже уровня доходов, и Минфин начинает изымать рубли с рынка.

Илл. 1. Баланс бюджета (трлн руб.)

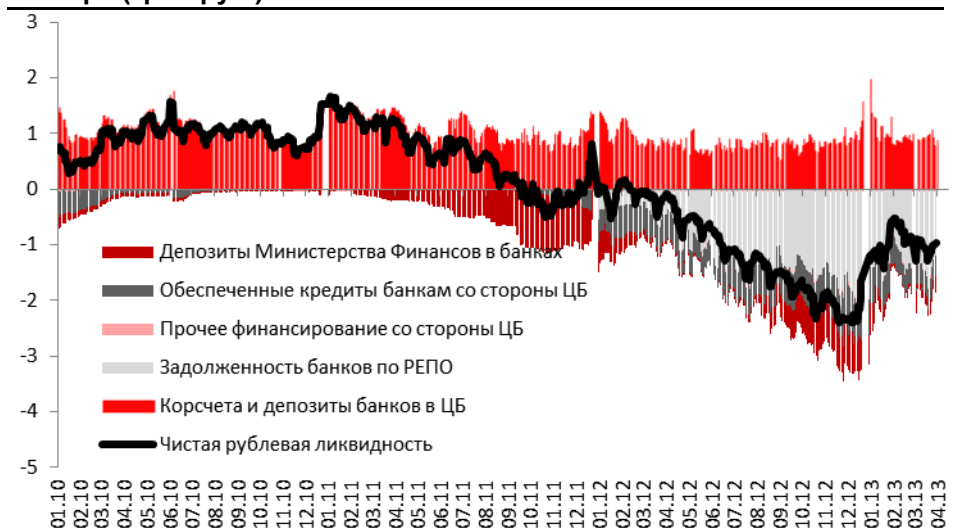


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Дефицит федерального бюджета способствует росту рублевой ликвидности

Однако в 2013 г бюджетный баланс оставался отрицательным до марта. Вместо изъятия рублей с рынка в январе и феврале, Минфин продолжал увеличивать рублевую ликвидность, несмотря на снижение расходов. В результате рублевая ликвидность стабилизировалась на высоком уровне. Тем не менее, пока неясно, готово ли государство к тому, чтобы отрицательный баланс федерального бюджета сохранялся на протяжении всего года.

Илл. 2. Чистая рублевая ликвидность российского банковского сектора (трлн руб.)



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Покупки валюты Минфином как способ поддержать ликвидность

Рубли, перечисляемые в РФ и ФНБ, не будут изыматься из банковского сектора.

Планы Минфина самостоятельно покупать валюту со 2П13 гарантируют большую стабильность рублевой ликвидности, так как покупки предотвратят отток рублей из банковского сектора в периоды, когда приток средств в бюджет превышает отток.

Ежегодно Минфин переводит неиспользованные нефтегазовые доходы в рублях в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния. Сейчас эти фонды покупают иностранную валюту напрямую у ЦБ. Это приводит к изъятию рублей, потраченных фондами на покупку валюты, из обращения.

Новый механизм позволит Резервному фонду и Фонду национального благосостояния конвертировать рубли в иностранную валюту непосредственно на валютном рынке. Самостоятельная конвертация позволит оставить рубли в банковской системе.

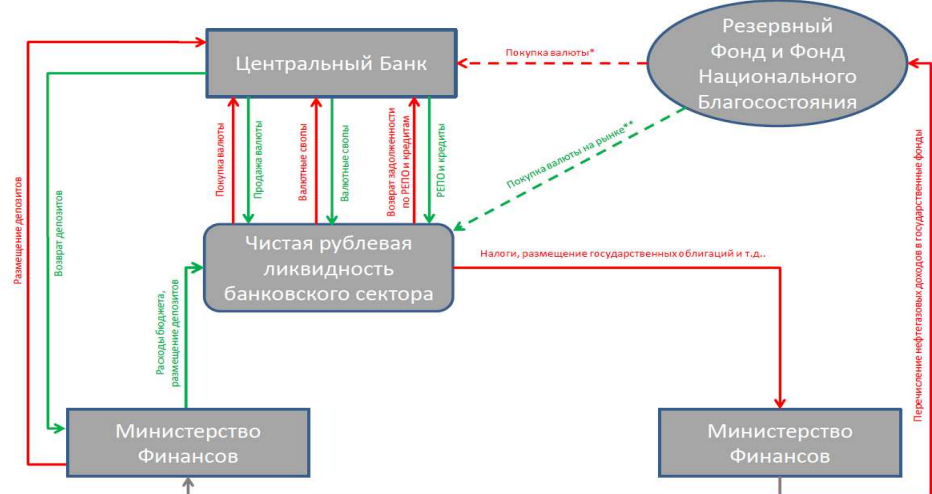
Изменение периодичности отчислений в РФ и ФНБ сгладит сезонные колебания ликвидности.

Более того, конвертации, вероятно, будут происходить ежеквартально, а не раз в год, что заметно снизит зависимость объема рублей в системе от сезонного фактора и поддержит стабильность ликвидности.

Хотя наша команда аналитиков по макроэкономике в ежедневном утреннем обзоре от 4 апреля указала на то, что долгосрочного влияния этих изменений на ликвидность или процентные ставки ожидать не стоит, мы считаем, что изменения достаточно серьезные.

Мы исходим из того, что ЦБ параллельно не будет вводить новых мер, которые смягчат этот, по сути, позитивный эффект на рублевую ликвидность. В противном случае ликвидность продолжит утекать из системы, а единственным следствием станет только устранение сезонного фактора. Поскольку Эльвира Набиуллина, назначенная на пост нового главы ЦБ, уже указала, что экономический рост как и таргетирование инфляции, является приоритетной задачей регулятора, мы считаем, что ЦБ действительно намерен, как минимум, стабилизировать ликвидность и не допустить ее дальнейшего снижения.

Илл. 3. Рублевые потоки в финансовой системе



*Связь создает дисбаланс в системе, поскольку покупка иностранной валюты непосредственно у ЦБ абсорбирует рублевую ликвидность.

**Связь пока не создана. Благодаря этому механизму постоянная абсорбция рублевой ликвидности прекратится. По словам госчиновников, он начнет действовать с 2П13.

Источники: Альфа-Банк

Ограниченное влияние нового механизма на обменный курс

Поскольку новый механизм не создает дополнительной рублевой ликвидности (и не возвращает рубли, ранее изъятые регулятором), он не окажет существенного влияния на обменный курс рубля. Несмотря на то, что ЦБ может найти другие способы увеличить рублевую ликвидность, его возможности в этой области в текущий момент ограничены.

В ситуации, когда средства переводятся в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния не ежегодно, а ежеквартально, а обмен производится в течение месяца, мы считаем, что рынок с внутрисдневным оборотом свыше 120 млрд руб может с легкостью освоить даже большие объемы средств (более 700 млрд руб в 2012 г, или примерно 167 млрд руб в среднем за квартал).

Таким образом, мы сомневаемся в том, что это изменение заметно повлияет на обменный курс. Возможно, лишь посредством устранения ожиданий заметных колебаний рублевой ликвидности. Мы считаем, что колебания на валютном рынке 3 апреля 2013 г, когда впервые объявили о запуске нового механизма в 2П13 (а не в 2014 г), указывают, что рынок уже учел изменения в ожидаемой рублевой ликвидности.

Инвестиции РФ и ФНБ могут повысить ликвидность

РФ и ФНБ могут инвестировать средства в инфраструктурные проекты

Согласно недавним заявлениям чиновников, часть средств РФ и ФНБ вероятно будет вложена в российскую экономику, возможно, в инфраструктурные проекты. Это может заметно повысить рублевую ликвидность, так как средства в валюте необходимо будет перевести в рубли для того, чтобы инвестировать в России. В то же время, в случае если решение об инвестировании средств РФ и ФНБ будет принято после того, как Минфин начнет самостоятельные покупки валюты на открытом рынке, влияния на рублевую ликвидность это не окажет.

Инфраструктурные инвестиции могут снизить кредитные ставки

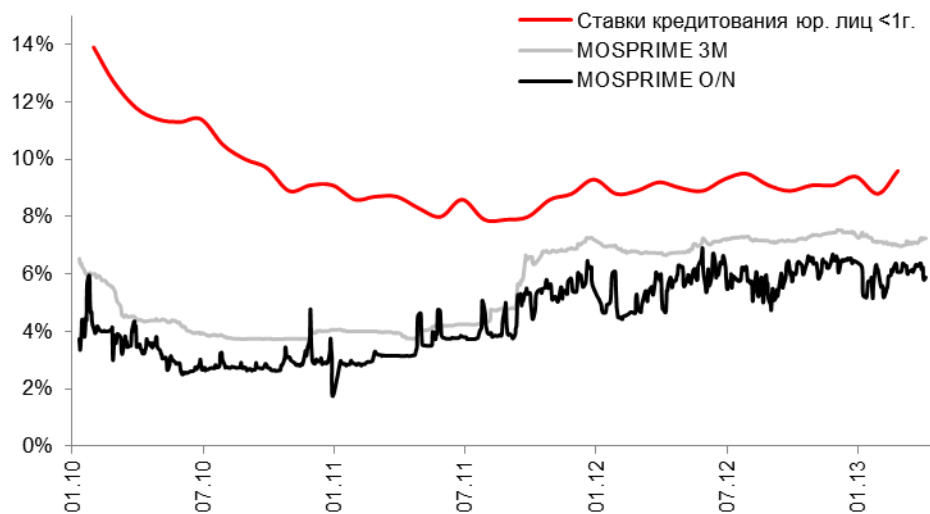
Дешевое финансирование, вероятно, обойдет банки стороной и окажет давление на ставки по кредитам

Часть фондирования под развитие инфраструктуры планируется привлекать посредством выпуска так называемых «инфраструктурных облигаций», которые будут иметь низкую доходность и длительные сроки погашения. Такие облигации, скорее всего, не заинтересуют частных инвесторов. Предполагается, что эти бумаги будут приобретать пенсионные фонды и, возможно, РФ и ФНБ.

Несмотря на то, что этот механизм фондирования инфраструктурных проектов не создаст дополнительной рублевой ликвидности, он может оказать давление на ставки по кредитам. Высококачественные корпоративные заемщики, получающие такое дешевое и долгосрочное фондирование, будут менее заинтересованы в более дорогих банковских кредитах. В свою очередь, банки для поддержания темпов роста вынуждены будут понижать ставки по кредитам, либо кредитовать менее качественных заемщиков.

Исходя из существенного объема финансирования инфраструктурных проектов (исчисляется в триллионах рублей), мы считаем, что давление на кредитные ставки затронет весь банковский сектор.

Илл. 4. Ставки по корпоративным кредитам и межбанковские ставки



Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Мы выделили несколько крупных инфраструктурных проектов, которые, на наш взгляд, могут оказать давление на кредитные ставки.

- **Программа развития Дальнего Востока.** ~3,8 трлн руб бюджетного финансирования до 2025 г.
- **Развитие инфраструктуры РЖД (вне программы развития Дальнего Востока).** ВЭБ уже одобрил покупку 30-летних инфраструктурных облигаций на сумму 100 млрд руб с доходностью, равной инфляции +1%.
- **Развитие инфраструктуры ФСК ЕЭС (вне программы развития Дальнего Востока).**
- **Федеральные целевые программы.** 49 программ, ~1 трлн руб бюджетных расходов в 2013 г.
- **Государственные программы.** Дочерняя компания Реновы, Кортос, запросила около 12 млрд руб в рамках программы "Обеспечение доступным и комфортным жильем и коммунальными услугами граждан РФ". По информации ряда СМИ, ГК ПИК также запросила финансирование в рамках этой программы.
- **Модернизация российской почты.** Пока запрошено 34 млрд руб на создание 33 сортировочных центров.

NIM и прибыли банков могут снизиться

Снижение спроса на кредиты окажет давление на маржу банков и не улучшит качество кредитных портфелей.

Чистая процентная маржа банков, вероятно, снизится, т.к. снижение стоимости пассивов будет несопоставимо со снижением кредитных ставок для корпоративных клиентов. Средства, выделенные на финансирование инфраструктурных проектов, будут размещены на депозитах крупных банков, что смягчит для них негативный эффект. Давление на чистую процентную маржу будет сильнее для небольших неаффилированных банков, полагающихся на рыночные источники фондирования.

Банки, уже работающие с низкой маржой, вынуждены будут снизить качество кредитных портфелей ввиду снижающегося спроса на кредитные ресурсы со стороны крупных высококачественных заемщиков.

Розничные банки, по всей видимости, пострадают меньше других. Во-первых, они имеют довольно существенный запас движения по марже; во-вторых, их заемщики не извлекут выгоды из дешевого финансирования инфраструктурных проектов.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 783-50 29 Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Александр Курбат, кредитный аналитик (+7 495) 780-6378
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Наталья Юркова, вице-президент на долговом рынке капитала (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2013 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать offerту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.