

## Пульс рынка

- ▶ **Валютное РЕПО от ЦБ на этот раз нашло спрос в основном за счет новых бумаг Роснефти.** На вчерашних аукционах валютного РЕПО участники проявили относительно высокий спрос (недельные средства были выбраны в полном объеме 1,5 млрд долл. под 2,97%, годовые - на 4,8 млрд долл. из 10 млрд долл. под 1,12%) в сравнении с предшествующими аукционами, что связано с устранением технических преград (невозможность использования евробондов в качестве залога), а также с появлением возможности досрочного расторжения сделки. Также повышенный спрос участники проявили к валютным депозитам Казначейства РФ: все предложенные 3 млрд долл. были размещены по средневзвешенной ставке 2,66% годовых, что на 116 б.п. выше минимальной ставки. Высокий интерес к средствам ЦБ в условиях, когда острого дефицита валютной ликвидности нет (о/п FX SWAP лишь на 50 б.п. ниже рублевого РЕПО с ЦБ, месячный базис находится в отрицательной зоне), обусловлен тем обстоятельством, что ряд российских банков не может получить валютную ликвидность на рынке свопов из-за отсутствия на них лимитов со стороны иностранцев, а также недавним размещением рублевых облигаций Роснефти, под их залог на годовом аукционе было привлечено 3,37 млрд долл. (70% всего спроса). Как следствие, Ломбардный аукцион по размещению 3-летней рублевой ликвидности был признан несостоявшимся: 1) покупателям облигаций Роснефти или самому эмитенту понадобилась в конечном итоге валюта (которую сейчас на рынке валютных свопов взять нельзя из-за низких лимитов иностранцев на российские банки/компании); 2) сейчас очень мало качественных облигаций, купоны которых имеют положительное саггу над минимальной ставкой Ломбардного кредита (11%); 3) российские банки предпочитают более дешевое краткосрочное фондирование, сохранив залоговое обеспечение про запас (мало кто ожидает, что валюта на локальном рынке будет в среднесрочной перспективе дешевой). За исключением облигаций Роснефти, как мы и предполагали, в качестве основного залога были использованы евробонды и валютные облигации, что обусловлено более низкими дисконтами и отсутствием margin-calls (по валютной компоненте). Таким образом, вчера у ЦБ и Минфина банки привлекли совокупно 6,5 млрд долл. (задолженность достигла 9,3 млрд долл.). По нашим оценкам, пик платежей по внешнему долгу в декабре приведет к оттоку валюты из банковской системы минимум на 8 млрд долл. (тот объем, который осел после массивных интервенций в октябре). Приток валюты (расчеты завтра) естественным образом не оказал никакого позитивного влияния на валютный рынок, поскольку заемные валютные средства используются банками лишь для компенсации сопоставимого оттока обязательств, в то время как участники рынка (в т.ч. и физлица) продолжают аккумулировать валюту за счет рублевых ресурсов как в ожидании дальнейшего падения цен на нефть, так и для предстоящих выплат по внешнему долгу. В этой связи увеличение лимитов по валютному РЕПО до 5 млрд долл. на 28 дней, на наш взгляд, не окажет заметной поддержки спот-рынку. На фоне падающих цен на нефть (сегодня котировки Brent ушли ниже 60 долл./барр.) рассчитывать на укрепление рубля не приходится, несмотря на резкое повышение ключевой ставки.
- ▶ **Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков.** Столь существенное повышение ставок (на 7,5 п.п. с 11 декабря, подробнее см. в сегодняшней теме) для банков означает, прежде всего, удорожание части обязательств, привлеченных от ЦБ и Минфина (на 1 ноября их доля составляла 12%), что вносит 0,9 п.п. в общее увеличение стоимости заемных средств. Отметим, что за 9М 2014 г. в целом по банковской системе основным фактором удорожания обязательств стало повышение ключевой ставки (стоимости госфондирования), в то время как процентные ставки по депозитам физлиц и юрлиц, а также расчетным счетам остались относительно стабильными. Так, например, у Сбербанка стоимость заемных средств выросла всего на 0,4 п.п. до 4,7% годовых за 9М (МСФО), а чистая процентная маржа сузилась всего на 0,5 п.п. до 5,6 п.п. Большим риском для банков является обесценение финансовых активов (доходности ОФЗ подскочили на 3,5-4 п.п., спред к РЕПО ЦБ сузился до нуля) и рубля, которое из-за переоценки валютных активов оказывает сильное давление на достаточность капитала.

## Темы выпуска

- ▶ ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

## ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Ключевая ставка возросла на 6,5 п.п. с 10,5% до 17% (на 11,5% с начала года). Такое решение ЦБ опубликовал в специальном пресс-релизе вчера ночью (вступает в силу сегодня). Параллельно регулятор расширяет валютное рефинансирование: 1) максимальный объем валютного РЕПО на 28 дней увеличивается с 1,5 до 5,0 млрд долл. и 2) валютные аукционы на 12 месяцев теперь будут проходить еженедельно (ранее ежемесячно). Кроме того, ЦБ изменил условия предоставления кредитов 312-П: ставка по кредитам на срок 2-549 дней с 16 декабря будет плавающей и равняться ключевой ставке ЦБ +1,75 п.п. (ранее такие кредиты на 2-90 дней были на фиксированных условиях).

ЦБ мотивирует внезапное ужесточение "необходимостью ограничить существенно возросшие в последнее время девальвационные и инфляционные риски." Мы отмечаем, что предыдущее повышение ставки на 100 б.п. с 11 декабря (которое, исходя из риторики пресс-релиза, было нацелено исключительно на подавление инфляционных рисков), а также одновременные экстренные интервенции не принесли плодов, и рубль продолжал обесцениваться даже в периоды относительной стабильности цен на нефть. Как мы понимаем, ЦБ осуществлял более значительные интервенции в дни, когда динамика рубля отчетливо расходилась с динамикой нефтяных цен (как, например, вчера, когда ЦБ, как мы думаем, мог продать минимум 1 млрд долл.). В итоге действия регулятора не выровняли ситуацию на валютном рынке, рост спекулятивного давления продолжился, интенсифицировались покупки валюты компаниями и населением на опасениях девальвации, что и стало катализатором решения по ставке.

Однако есть опасения, что укрепление курса после резкого повышения ставки (сегодня на открытии доллар стоил уже около 60 руб.) не продлится долго, тем более в условиях сохранения негативной динамики нефтяных цен. На наш взгляд, для сдерживания самоподдерживающегося падения рубля, помимо более интенсивного предоставления валютной ликвидности через РЕПО, скорее всего, понадобятся более жесткие и точечные интервенции (тем не менее, возможности этой меры ограничены необходимостью поддержания приемлемого уровня резервов, в т.ч. с точки зрения рисков понижения международного кредитного рейтинга), а также адресное и сбалансированное ограничение предоставления рублевого рефинансирования за счет лимитной политики. Сегодня ЦБ сохраняет нейтральную позицию по предоставлению ликвидности, а необходимость ее сужения все более актуальна в ближайшее время в свете прогнозируемого нами поступления из бюджета около 900 млрд руб. после 25 декабря. Также необходима разработка конкретных мер, направленных на увеличение объемов конвертации валютной выручки экспортерами.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика сентября: тень роста

Производство: начало импортозамещения или статистический выброс?

### Валютный рынок

Готов ли рубль к свободному плаванию?

Валютное РЕПО: ЦБ РФ выстроил мощную линию обороны вдали от фронта

ЦБ решился на предоставление валюты через свопы

### Долговая политика

Амбициозный план по размещению ОФЗ не означает агрессивного предложения

### Рынок облигаций

Спред к ОФЗ > 200 б.п.: новая реальность или временная диспропорция?

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

### Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

### Инфляция

Инфляция в 8,1% не предел?

Запрет на импорт: роста цен не избежать

### Ликвидность

ЦБ готов поддержать рынок длинной ликвидностью

ЦБ упрощает процедуру получения рефинансирования

### Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

### Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

### Банковский сектор

Банки РФ продолжают наращивать рублевое кредитование и выводить средства со счетов нерезидентов

Компании аккумулируют средства для выплаты внешнего долга в 4 кв.

Интервенции ЦБ временно покрыли дефицит валюты

Несмотря на дефицит валютного фондирования, банки не сокращают «лонг» в валюте

Для погашения 100 млрд долл. в 2015 г. потребуется вмешательство ЦБ

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

|               |            |
|---------------|------------|
| Alliance Oil  | Новатэк    |
| Башнефть      | Роснефть   |
| БКЕ           | Татнефть   |
| Газпром       | Транснефть |
| Газпром нефть |            |
| Лукойл        |            |

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| АЛРОСА            | Русал       |
| Евраз             | Северсталь  |
| Кокс              | ТМК         |
| Металлоинвест     | Nordgold    |
| ММК               | Polyus Gold |
| Мечел             | Uranium One |
| НЛМК              |             |
| Норильский Никель |             |
| Распадская        |             |

### Транспорт

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| НМТП           | Brunswick Rail    |
| Совкомфлот     | Globaltrans (НПК) |
| Трансконтейнер |                   |

### Телекоммуникации и медиа

|           |            |
|-----------|------------|
| ВымпелКом | МТС        |
| Мегафон   | Ростелеком |

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

|        |       |
|--------|-------|
| X5     | Лента |
| Магнит |       |
| О'Кей  |       |

### Химическая промышленность

|         |           |
|---------|-----------|
| Акрон   | Уралкалий |
| ЕвроХим | ФосАгро   |
| СИБУР   |           |

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

|            |     |
|------------|-----|
| ЛенСпецСМУ | ЛСР |
|------------|-----|

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

|                             |                       |                      |               |
|-----------------------------|-----------------------|----------------------|---------------|
| АИЖК                        | Банк Центр-инвест     | КБ Ренессанс Капитал | Промсвязьбанк |
| Альфа-Банк                  | ВТБ                   | ЛОКО-Банк            | РСХБ          |
| Азиатско-Тихоокеанский Банк | ЕАБР                  | МКБ                  | Сбербанк      |
| Банк Русский Стандарт       | Газпромбанк           | НОМОС Банк           | ТКС Банк      |
| Банк Санкт-Петербург        | КБ Восточный Экспресс | ОТП Банк             | ХКФ Банк      |

## 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

---

|                       |                     |                   |
|-----------------------|---------------------|-------------------|
| Антон Кеняйкин        | sales@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9978 |
| Анастасия Евстигнеева |                     | (+7 495) 721 9971 |
| Александр Христофоров |                     | (+7 495) 775 5231 |
| Александр Зайцев      |                     | (+7 495) 981 2857 |

### Торговые операции

|                   |  |                   |
|-------------------|--|-------------------|
| Вадим Кононов     |  | (+7 495) 225 9146 |
| Карина Клевенкова |  | (+7 495) 721-9983 |
| Илья Жила         |  | (+7 495) 221 9843 |

### 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 |
| Михаил Шапедько    |                     | (+7 495) 221 9857 |
| 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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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](#).