

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. потребуются 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](#).