



2 февраля 2016 г.

## Мировые рынки

### Финансовые рынки вновь смотрят вниз

Как мы и предполагали, негативная макростатистика по Китаю и вышедшие накануне слабые данные по ВВП США за 4 кв. (опубликованное вчера значение ISM свидетельствует о спаде активности в обрабатывающем секторе США) вновь сформировали перевес "медвежьих" настроений на финансовых рынках. Американские и европейские индексы закрылись небольшим снижением, котировки Brent просели с 35 до 33,8 долл./барр. В таких условиях естественной реакцией стала коррекция евробондов РФ (выпуски Russia 42, 43 прибавили 70 б.п. в доходности).

## Валютный и денежный рынок

### Сильное урезание ЦБ лимитов недельного РЕПО и аукциона 312-П не должно привести к ужесточению ситуации на денежном рынке, только в отдельных сегментах, но может сдержать падение рубля

Сегодня ЦБ резко сократил лимиты недельного РЕПО, снизив их на 670 млрд руб. до 100 млрд руб. Одновременно ЦБ урезал лимит по 3-мес. аукциону 312-П до 100 млрд руб., что с учетом оцениваемого нами фактического погашения предыдущей аналогичной задолженности (около -430 млрд руб., с учетом досрочного погашения) означает изъятие около 330 млрд руб.

Таким образом, по нашим расчетам, на предстоящей неделе ЦБ планирует абсорбировать около 1 трлн руб., тогда как общие поступления в банковский сектор от всех факторов ликвидности за этот же период регулятор оценивает на уровне только 454 млрд руб. Это первое за последнее время такое сильное снижение лимитов - ранее ЦБ сокращал их соизмеримо оценке будущих поступлений в систему.

Очевидно, что таким способом ЦБ стремится сбалансировать ситуацию на денежном рынке, но нельзя сказать, что результатом таких действий будет ужесточение денежно-кредитных условий для всего банковского сектора. Напротив, такое решение сейчас лишь поможет удержать среднюю короткую ставку денежного рынка от падения ниже ключевой ставки. Несмотря на то, что дефицит рублевой ликвидности фактически в последние недели упал не так сильно, последние дни короткие ставки денежного рынка остаются очень низкими, а сегодня опускались существенно ниже 11% (ключевой ставки ЦБ). Это связано с сегментом свопов, где из-за нарастания дефицита валютной ликвидности рублевые ставки снизились до примерно 10% (а в отдельных случаях и ниже), оказывая понижающее давление на общий уровень стоимости средств межбанковского кредитования и перекрывая негативное давление со стороны налогового периода.

Как следствие, более жесткое снижение лимитов по инструментам рефинансирования ЦБ задумано "с запасом" и должно нормализовать средний уровень ставок, однако вполне может вызывать ужесточение условий и рост ставок для менее крупных банков, скажем, за пределами ТОП-30, которые не получают позитивного эффекта от бюджетных вливаний (концентрирующихся у крупных банков) и по-прежнему предъявляют спрос на РЕПО с ЦБ и междилерское РЕПО. Сильное сокращение лимитов 312-П также может пройти некомфортно для банков, для которых этот инструмент важен с точки зрения поддержания соблюдения основных нормативов. Такие действия также могут сдержать падение рубля в краткосрочной перспективе.

## Банковская система

### Был выведен избыточно большой объем средств из иностранных банков. См. стр. 2

Недавно опубликованный обзор банковского сектора свидетельствует о полученном убытке в целом по системе (в размере 71,7 млрд руб.) в последнем месяце прошлого года, что, скорее всего, является следствием возросших отчислений в резервы. Несмотря на то, что кредитно-депозитные операции вместе с погашением внешнего долга перед иностранными банками создали дефицит валютной ликвидности в размере 2,5 млрд долл., банки продолжили сокращать свою валютную задолженность перед ЦБ (еще на 1,9 млрд долл. до 29,2 млрд долл.) за счет использования ликвидных валютных активов (с корсчетов и депозитов в иностранных банках было выведено 9,6 млрд долл.). Кроме того, банки, несмотря на удешевление нефти, продолжили наращивать позицию в евробондах (+1,9 млрд долл.), которая в случае острой необходимости может быть использована для получения фондирования от ЦБ (в некоторых случаях с положительным carry). Также довольно большая часть ликвидных активов (~3,4 млрд долл.) была сконvertирована в рубли и/или переведена в наличность (для поддержания банкоматов на длинные новогодние каникулы).

## Был выведен избыточно большой объем средств из иностранных банков

**Последний месяц 2015 г. принес убыток из-за отчислений в резервы**

Недавно опубликованный обзор банковского сектора свидетельствует о полученном убытке в целом по системе (в размере 71,7 млрд руб.) в последнем месяце прошлого года (против прибыли 71,5 млрд руб. в ноябре), что, скорее всего, является следствием возросших отчислений в резервы (231,6 млрд руб. против 101,5 млрд руб. в ноябре) как по причине доначисления резервов по валютным кредитам из-за ослабления рубля, так и ухудшения качества заемщиков. Отметим незначительное увеличение просроченной задолженности (+55 млрд руб.), которое указывает на произведенные в конце года списания/продажу коллекторам плохих кредитов.

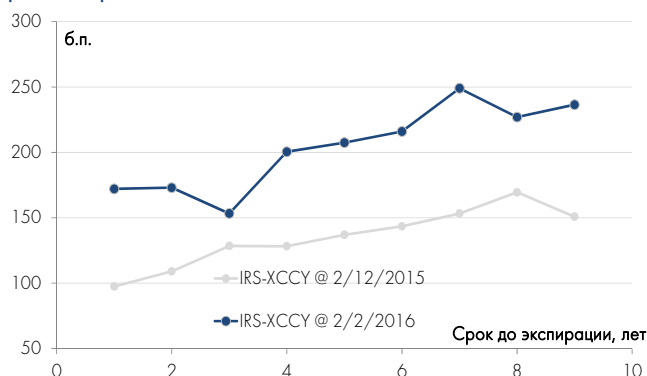
**Весьма скромный отток валютной ликвидности в сравнении с погашением внешнего долга**

В результате кредитно-депозитных операций произошел незначительный приток средств в систему в размере 0,5 млрд долл., что связано с сокращением кредитного портфеля (на 0,9 млрд долл.) и оттоком средств с расчетных счетов и депозитов (в сумме всего 0,4 млрд долл.). В сравнении с погашением внешнего корпоративного долга (17,2 млрд долл., согласно данным ЦБ РФ по графику погашения) такой отток валютной ликвидности (с корпоративных счетов всего - 1,5 млрд долл.) выглядит низким: возможно, некоторые компании гасили свой долг досрочно (переводили валюту в иностранные банки в преддверии декабрьских платежей), также возможно, что часть погашений была рефинансирована на внешнем рынке. Задолженность по МБК перед нерезидентами сократилась на 2,9 млрд долл., что также меньше погашений, указанных в графике ЦБ по банкам (4,7 млрд долл.).

**Был выведен большой объем средств из иностранных банков**

Несмотря на то, что кредитно-депозитные операции вместе с погашением внешнего долга перед иностранными банками создали дефицит валютной ликвидности в размере 2,5 млрд долл., банки продолжили сокращать свою валютную задолженность перед ЦБ (еще на 1,9 млрд долл. до 29,2 млрд долл.) за счет использования ликвидных валютных активов (с корсчетов и депозитов в иностранных банках было выведено 9,6 млрд долл.). По-видимому, как мы и предполагали, банки РФ сочли годовое рефинансирование ЦБ дорогим (по ставке LIBOR + 300 б.п.) и использовали свои ликвидные активы, размещенные в иностранных банках под ставку, близкую к нулю, для погашения подорожавшего долга перед ЦБ. Кроме того, банки, несмотря на удешевление нефти, продолжили наращивать позицию в евробондах (+1,9 млрд долл.), которая в случае острой необходимости может быть использована для получения фондирования от ЦБ (в некоторых случаях с положительным carry). Также довольно большая часть ликвидных активов (~3,4 млрд долл.) была сконвертирована в рубли и/или переведена в наличность (для поддержания банкоматов на длинные новогодние каникулы).

**Спред IRS-XCCY: сохраняется потенциал для расширения**

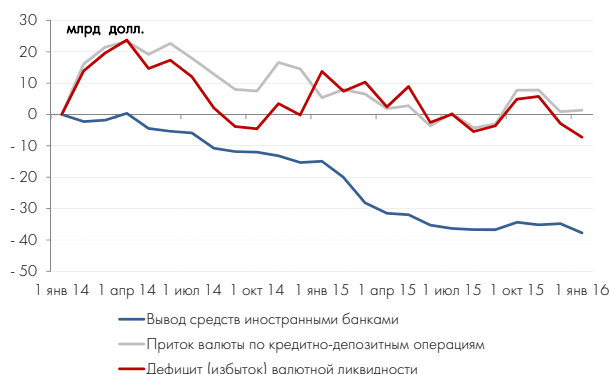


Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

**Расширение базиса продолжится в 1 кв. 2016 г.**

Тот факт, что банки постепенно снижают свой запас высоколиквидных активов (с начала 2015 г. с корсчетов и депозитов иностранных банков было выведено 13,2 млрд долл., и их объем сократился до 72 млрд долл.), является следствием наличия широкого канала валютного рефинансирования от ЦБ, к которому банки могут обратиться в случае острой необходимости. Отметим, что часть валюты, размещенной в банках-нерезидентах, получена банками в

**Отток валюты покрывается за счет использования ликвидных активов**



результате операций валютного свопа (с другим банком или компанией), поэтому это условно обремененная ликвидность.

Расширение базиса продолжилось: спреды IRS-XCCY вдоль своп-кривых расширились на 50-100 б.п. с начала декабря. Тем не менее, стоимость валютной ликвидности на локальном рынке остается ниже ставки годового РЕПО ЦБ и доходностей евробондов РФ, что не выступает в пользу сужения базиса (мы ждем его дальнейшего расширения еще как минимум на 50 б.п. вследствие повышения стоимости валюты от ЦБ РФ в результате погашения дешевого РЕПО ЦБ в 1 кв. 2016 г.).

#### Кредитование на спаде

В рублевой части баланса наблюдавшийся в предшествующем месяце прирост кредитования перерос в спад (корпоративные кредиты сократились на 197 млрд руб., розничные - на 9 млрд руб.), что, скорее всего, стало следствием ухудшающейся ситуации в экономике на фоне падения цен на нефть. Кроме того, обесценение рубля давит на достаточность капитала, что снижает кредитную активность. В розничном сегменте, вероятно, население не готово брать кредиты из-за опасений относительно своего дохода, а банки не могут выдавать кредиты с высокой процентной ставкой (для покрытия стоимости риска).

#### Население предпочитает сберегать в рублях в крупных банках

Приток рублевых средств на счета как юрлиц, так и физлиц составил 1,3 трлн руб., при этом основной объем поступил на депозиты физлиц (+1 трлн руб.), что, возможно, отражает получение 13-ой зарплаты и нежелание населения тратить в текущих экономических условиях. Отметим, что обесценение рубля не привело к бегству населения в иностранную валюту (скорее всего, отпугивает волатильность курса). Столь большой приток рублевых средств позволил банкам погасить задолженность перед Минфином на 727 млрд руб. Однако из-за того, что основная часть депозитов пришла в крупные банки, и присутствует проблема лимитов на МБК, ЦБ пришлось увеличить лимиты рефинансирования (на 365 млрд руб.) для фондирования малых и средних банков (ставки о/п МБК с 8 по 22 декабря на 60-90 б.п. превышали ключевую ставку). В ближайшие месяцы политика ЦБ по стерилизации бюджетной ликвидности из банковской системы посредством урезания лимитов, скорее всего, продолжится, ключевым вопросом является политика регулятора после того как рублевая задолженность перед ЦБ сократится до нуля (исходя из темпа 2015 г., это может произойти уже к середине этого года).

**Денис Порывай**  
denis.poryvay@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9843



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

### Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

### Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

### Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

### Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

### Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## Список покрываемых эмитентов

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

### Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## АО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

### 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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «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 и другие финансовые инструменты. 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.