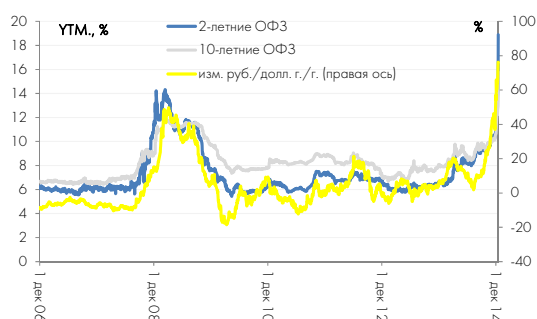


Пульс рынка

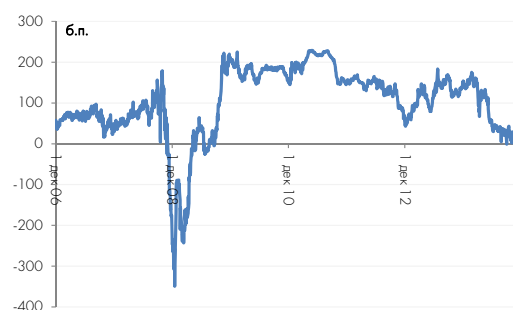
- ▶ **Не пора ли покупать ОФЗ?** В ответ на экстренное повышение ключевой ставки ЦБ доходности ОФЗ выросли на 3-4 п.п., при этом инверсия кривой увеличилась: доходности коротких ОФЗ превысили УТМ 18%, а длинные в основном котируются в диапазоне УТМ 15-16% (обесценившись с начала недели еще на 10 п.п.), ниже ставки РЕПО ЦБ. По-видимому, инвесторы не ожидают сохранения экстренных уровней ставки в течение долгого времени. Сейчас доходности ОФЗ находятся на исторических максимумах (выше максимальных уровней 2008-2009 гг.), что обусловлено, главным образом, ускоренным ослаблением рубля (это является основной причиной повышения ключевой ставки, стоимости фондирования позиции в ОФЗ): так, в 2008-2009 гг. оно достигало 40% г./г., а сейчас - >100% г./г. (см. график). Как следствие, дальнейшая динамика ОФЗ будет определяться преимущественно динамикой рубля, а это, в свою очередь, зависит от котировок нефти (вчера и сегодня находятся на уровне 59-60 долл./барр.). В случае дальнейшего снижения нефти рубль может вновь оказаться под давлением. И стоимость рублевого фондирования 17% год., скорее всего, не станет преградой. В этих условиях мы пока не рекомендуем покупать длинные ОФЗ. Наша рекомендация: продавать спред 10-2-лет. ОФЗ (т.е. занимать короткую позицию в длинных и длинную - в краткосрочных ОФЗ с сохранением нейтральной "дельты").

Доходность ОФЗ против руб./долл.



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Спред 10-лет./2-лет. ОФЗ



- ▶ **Ослабление рубля только повышением ставки не остановить.** По нашему мнению, текущие уровни курса рубля нельзя объяснить только динамикой цен на нефть. С начала декабря цена на нефть Brent снизилась с 70 до 60 долл./барр. (на 15%). В кризис 2008-2009 гг. максимальных значений курс рубля к долл. достигал в феврале 2009 г., когда ослабление составляло 50% к уровням лета 2008 г. При этом цена на нефть Brent в это время была 45 долл./барр., на 60% ниже уровней лета. Таким образом, в тот период максимальная степень зависимости между нефтью и курсом рубля составляла 0,8% ослабления на 1%-падение нефтяных цен. Если применить подобный коэффициент сейчас, то ослабление рубля с начала декабря должно было составить ~12%, до уровня 55 руб./долл. Как следствие, произошедшее падение рубля нельзя объяснить рационально: это паника, которой поддались и население, и компании. В этой связи заявления ЦБ о том, что рубль сейчас с фундаментальной точки зрения серьезно недооценен, безусловно, обоснованы, но сами по себе панику остановить не могут. В краткосрочной перспективе повышение ставки до 17% также не может серьезно изменить ситуацию. Сейчас, на наш взгляд, покупка валюты со стороны экономических агентов идет не только на заемные, но и на собственные средства. По нашему мнению, против нарастающего падения рубля эффективным может быть комплекс мер по увеличению предложения валюты: масштабные интервенции ЦБ и/или расширение и упрощение валютного рефинансирования, а также интенсификация конвертации валютной выручки экспортерами. К подобным мерам можно отнести и планируемую конвертацию Минфином валютных остатков на открытом рынке (~7 млрд долл., что судя по всему, учитывает средства, уже размещенные на депозитах в банках - 3 млрд долл.). По словам А. Моисеева, ведомство может продавать валюту столько времени, сколько понадобится. Сам факт готовности Минфина предоставить валюту через этот канал позитивен. Нужно помнить об опции частичной продажи валюты на открытом рынке для финансирования инфраструктурных проектов (из ФНБ), что может расширить потенциал валютных операций Минфина в будущем. В то же время, меры по сокращению спроса на валюту (капитальные ограничения) видятся нам непродуктивными, т.к. влекут за собой больше потенциальных негативных последствий (разрастание паники, возможное снижение рейтингов и т.п.). Если решительные меры не будут введены, создаются риски, что девальвационные ожидания примут самоподдерживающийся характер, и общей практикой станет обмен всей свободной рублевой ликвидности в валюту, т.е. начнется долларизация экономики, которая будет стабильно генерировать новый спрос на валюту и, соответственно, приводить к дальнейшему ослаблению рубля и раскрутке инфляции.

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](#).