

## Пульс рынка

- ▶ **ФОМС проявляет "терпение".** По итогам заседания FOMC сохранил прежнюю риторику, однако, несколько сместив акценты. Осталась фраза о том, что ключевая ставка останется в диапазоне 0-0,25% годовых существенное время (ранее "продолжительное"). Участники комитета договорились о том, что будут проявлять терпение в вопросе повышения ставки, при этом рост экономики был охарактеризован как умеренный. Финансовый рынок отреагировал повышением доходностей на 8 б.п. до YTM 2,14% по 10-летним UST. Консенсус рынка предполагает первое повышение ставок в середине 2015 г. В российском сегменте, наконец, произошел рост котировок после долгого сильного падения. Выпуск Russia 42 подорожал на 7,5 п.п. до 83,6% от номинала, премия к бондам Brazil 41 сузилась до 170 б.п. Позитивная динамика наблюдалась и на рынке ОФЗ: доходность длинных выпусков опустилась с >YTM 16% до YTM 12,5-13%, что, скорее всего, стало следствием закрытия коротких позиций на фоне резкого укрепления рубля. Форвардные валютные курсы не отреагировали столь сильным снижением, рублевые ставки по свопам взлетели выше 25%, что, скорее всего, является следствием урезания лимитов иностранных участников на банки РФ: несмотря на сохраняющийся в отрицательной зоне базис, валюта на рынке свопов доступна лишь для ограниченного числа крупных частных банков.
- ▶ **Рубль "пришел в чувства".** После лавинообразного падения курса во вторник на >30% (с 59,54 руб. до макс. 80,1 руб./долл.) вчера рубль резко развернулся, начав укрепляться с самого утра, откатившись до 62,1 руб./долл. на закрытии. Цена на нефть Brent при этом подросла на 2% до 61,2 долл./барр. Но едва ли ее восстановление могло стать решающим фактором, ведь в последние дни рубль полностью игнорировал стабильность нефти. Более важно, скорее, то, что, вопреки резкому падению курса ЦБ во вторник не вмешивался в ход торгов и не выходил с интервенциями, тогда как в предыдущие дни продавал вплоть до 2 млрд долл. в день. Если учесть, что определенная часть игры против рубля, возможно, уже строилась на предположениях относительно последующих интервенций, на наш взгляд, решение уйти с рынка могло стать достаточным, чтобы развернуть курс. Немаловажную лепту внесла и риторика по итогам правительственной встречи с компаниями-экспортерами, на которой обсуждалась более равномерная реализация валютной выручки, часть этой валюты уже могла поступить на рынок (также была закреплена договоренность о ежедневном мониторинге правительством ее реализации при содействии ЦБ и Росфинмониторинга). Не стоит недооценивать и анонсирование Минфином готовности продажи валютных остатков. Крайне важным стал и пакет мер ЦБ по временному смягчению банковского регулирования (см. сегодняшнюю тему). При цене на нефть около 60 долл./барр. сейчас равновесным, на наш взгляд, выглядит курс в диапазоне 55-60 руб./долл. (к которому рубль приблизился накануне). Но, для того, чтобы динамика рубля стабилизировалась необходимо продолжение реализации озвученных инициатив, а также обеспечение расширения/повышения доступности валютного рефинансирования.
- ▶ **Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.** Мы обращаем внимание на углубление падения инвестиций до -4,8% г./г. с -3,8% г./г. месяцем ранее. Мы давно отмечаем, что сокращение частных инвестиций усиливается и не перекрывается госвложениями. Кроме того, такая динамика полностью согласуется с зафиксированным в ноябре неожиданным падением выпуска в обрабатывающем секторе. Замедление или сокращение производства отдельных категорий машин и оборудования, газовых турбин, транспортных средств служит подтверждением, что пока сильное падение курса рубля для многих отраслей, скорее, является ограничением, нежели стимулом (из-за раскручивания инфляции, удорожания импортных технологий, сырья, роста стоимости заимствований). На текущий момент признаки импортозамещения наметились лишь в нескольких отраслях (пищевая, легкая промышленность), но они недостаточно выражены и проявятся только с течением времени. Данные по потреблению говорят о продолжении тенденций предыдущих месяцев: падение покупок продовольственных товаров по мере сокращения доходов населения сильно ускорилось (до -1,7% г./г. против -0,6% г./г.), а продажи непродовольственных товаров на волне нового падения курса вновь подскочили (до 4,8% г./г. против 3,4% г./г.), что визуально не позволило замедлиться общему показателю. Тем не менее, сложившаяся экономическая ситуация говорит в пользу дальнейшего ухудшения состояния реальных зарплат (мы прогнозируем их снижение в 2015 г.), ввиду чего такой ажиотажный спрос на товары длительного пользования не может подпитываться долго и постепенно замедлится. Из новых рисков для экономики в 2015 г., помимо цен на нефть, мы выделяем изменение поведения экономических агентов и раскручивание инфляции, что может приводить к еще более сильному падению инвестиционной активности и замедлению процесса приспособления промышленности.

## Темы выпуска

- ▶ ЦБ включает антикризисные механизмы

## ЦБ включает антикризисные механизмы

**ЦБ временно разрешает нарушать некоторые правила**

Из-за повышения ключевой ставки и обесценения рубля банковская система испытала сильное давление на обязательные нормативы (прежде всего, на уровень достаточности капитала, который и так у некоторых даже крупных банков находился вблизи минимума). Вчера ЦБ выступил с инициативой по смягчению регуляторных требований, что выглядит логичным, поскольку реализовавшиеся риски носят системный характер и не являются следствием ошибочного управления.

Естественным шагом регулятора стало введение временного моратория на признание отрицательной переоценки по портфелям ценных бумаг, чтобы смягчить негативный эффект повышения ключевой ставки (на 6,5 п.п. до 17% годовых). По нашим оценкам, оно привело бы к убытку по портфелям рублевых облигаций (прямого и косвенному) в размере ~750 млрд руб., при этом 450 млрд руб. пришлось бы доносить в обеспечение по РЕПО с ЦБ (margin calls).

Кроме того, для расчета обязательных нормативов регулятор предоставляет право использовать курс, рассчитанный за предыдущий квартал по активам в иностранной валюте. По нашим оценкам, валютные активы банков составляют ~309 млрд долл., из которых наибольший RW имеют кредиты и ценные бумаги общим объемом ~234 млрд долл. Обесценение рубля, достигавшее в декабре 57%, приводило к росту RWA в среднем на 9-10%, что транслировалось в снижение достаточности капитала на 1-1,1 п.п., и для многих, в том числе и крупных банков, приводило к снижению норматива достаточности капитала (Н1.0) ниже минимально допустимого уровня 10%.

Также ЦБ предоставляет банкам право не ухудшать оценку качества обслуживания долга в случае возникновения чрезвычайной ситуации, негативного влияния ограничительных экономических и/или политических мер. Банки получают право не ухудшать качество реструктурированных кредитов (вне зависимости, была ли изменена валюта, ставка и срок до погашения), эта мера позволяет банкам относительно безболезненно пережить реструктуризацию долгов Мечела.

Обратной стороной этих мер является их временность, а также снижение прозрачности в целом по системе, поскольку по сути предлагается не показывать проблемные кредиты и недостаток капитала, лучшим решением, на наш взгляд, было бы простое снижение норматива достаточности. В результате заметно возрастает риск контрагента и снижается доверие. Возможно, именно этим объясняется резкий рост о/п ставок денежного рынка до 30% годовых, что существенно превышает ключевую ставку (17%). В этой связи возрастает важность центрального контрагента (ЦК) на Московской Бирже как института централизованного распределения ликвидности среди всех участников финансового рынка, сейчас не у всех хватает лимитов и обеспечения для работы с ЦК.

**Дан "зеленый свет" розничному сегменту**

По розничным кредитам до июля 2015 г. снимаются ограничения на полную стоимость кредита (ПСК), то есть временно появляется возможность компенсировать рост NPL за счет более высокой процентной ставки (против чего ЦБ недавно предпринимал действия). Также банки могут привлекать вклады населения по повышенным ставкам, допускается отклонение до 3,5 п.п. (с 2 п.п.) от средней рыночной максимальной процентной ставки. Отметим, что этот год стал исключительным: никогда банковская система РФ не имела негативного прироста средств физлиц столь продолжительное время (снижение за 10М 2014 г. как по рублевым, так и валютным вкладам). Это, помимо девальвации рубля, связано и с низкими процентными ставками (у большинства банкам по рублевым депозитам они даже ниже, чем доходности ОФЗ, по валютным депозитам ставки ниже, чем доходности еврообондов даже качественных эмитентов). Повышение ставок по депозитам физлиц и повышение страховки по вкладам с 700 тыс. руб. до 1,4 млн руб. должно стимулировать возвращение средств физлиц в систему и является естественным в условиях исчерпания залоговой базы для привлечения фондирования от ЦБ.

**1 трлн руб. на  
докапитализацию  
банков от АСВ**

ЦБ совместно с Правительством готовят и меры по докапитализации банковской системы в 2015 г. Так, Правительство внесло в Госдуму законопроект о направлении в АСВ 1 трлн руб. (средства поступят из бюджета, его профицит, по словам Президента, ожидается в размере 1,2 трлн руб.) на докапитализацию банков через ОФЗ. По-видимому, схема будет аналогична той, которая была использована при санации Банка Москвы, когда на полученные средства от АСВ был выкуплен спецвыпуск ОФЗ по ставке ниже рыночного уровня, что позволило поднять капитал за счет признания положительной переоценки и, кроме того, решило проблему с ликвидностью. При такой схеме докапитализации (с участием АСВ) для держателей "субордов" с условием loss absorption возникает риск их полного или частичного списания.

**Открывается широкий  
канал валютного  
фондирования**

Важность столь масштабной поддержки банковской системы связана с тем обстоятельством, что именно банки являются ключевым звеном при рефинансировании внешнего долга корпораций за счет госсредств. Напомним, что ЦБ намерен запустить валютное рефинансирование (по аналогии с 312-П) под залог валютных кредитов, которые выданы компаниям со стабильной экспортной выручкой. Как мы уже писали, уже задействованное валютное РЕПО с ЦБ эффективно может быть использовано лишь под залог валютных облигаций. Однако это сильно ограничивает потенциал инструмента, кроме того, рыночный риск не позволяет блокировать бумаги на длительный срок, как следствие, ликвидность, полученная по валютному РЕПО, не может быть в полной мере использована для валютного кредитования. По нашему мнению, схема с рублевыми облигациями Роснефти является, скорее, исключением, чем нормальной практикой. "Валютное 312-П" позволяет решить эту проблему. Как следствием, компании получают возможность рефинансировать свой внешний долг за счет валютных кредитов, а не рублевых, как это происходило до настоящего момента, что являлось одним из факторов давления на спот-рынок.

## 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](#).