

## Пульс рынка

- ▶ **Суверенный рейтинг РФ от S&P может покинуть категорию "BBB".** Агентство поместило рейтинг России на пересмотр с возможностью понижения (который должен быть завершен к середине января). В качестве обоснования была приведена достаточно обтекаемая фраза о снижении гибкости денежно-кредитной политики и негативном влиянии ослабления экономики на финансовую систему. Такой подход, вероятно, означает, что суверенный рейтинг отражает не только вероятность дефолта и уровень возмещения. При этом, по таким показателям как размер внешнего госдолга в отношении к ВВП и объему международных резервов РФ является одной из самых лучших, даже среди стран, находящихся в категории "А". Недавно принятые государственные меры позволяют минимизировать влияние санкций и на внешний долг корпораций, сохранив при этом объем резервов (т.к. средства для рефинансирования предполагается выделять на возвратной основе). В настоящий момент доходности евробондов РФ (BBB-/Baa2/BBB) уже и так на 150 б.п. выше, чем у Турции (BB+/Baa3/BBB-) и Бразилии (BBB-/Baa2/BBB), что предполагает снижение рейтинга на 2-3 ступени. Бонды РФ торгуются почти на одном уровне с бумагами Египта (B-/Caa1/B): так, Russia 42 предлагают YTM 6,5%, а Египт 40 - YTM 6,6%. По-видимому, санкции оказывают больший эффект на инвесторов, чем уровень рейтинга. Также сегодня агентство Moody's произвело ряд негативных рейтинговых действий в отношении российских компаний. Для российских эмитентов внешние рынки и так закрыты, а котировки бондов уже предполагают понижение рейтингов, поэтому действия агентств, на наш взгляд, не будут иметь значительного негативного эффекта.
- ▶ **ЦБ запускает полноценное валютное кредитование.** Вчера ЦБ принял решение о введении со сроком действия до 1 января 2018 г. кредитования банков в иностранной валюте, обеспеченное залогом прав требования по кредитам в валюте. Этот инструмент направлен как на расширение возможностей кредитных организаций по управлению собственной валютной ликвидностью, так и на рефинансирование внешних кредитов российских организаций-экспортеров, подлежащих погашению в ближайшее время. Кредиты будут предоставляться на месяц и год на аукционной основе с мин. ставкой LIBOR + 75 б.п. Как мы уже отмечали, валютное РЕПО является эффективным инструментом лишь на короткий срок и под залог валютных бондов, но их объем на балансе банков (и включенных в Ломбардный список) не позволяет восполнить весь отток валюты на погашение внешнего долга даже в 1П 2015 г. Использование же рублевых облигаций в валютном РЕПО сопряжено с высокими дисконтами, margin-calls (необходимость довнесения рублей в случае падения курса), а также сокращает обеспечение, которое может понадобиться для рублевого фондирования. Новый инструмент рефинансирования лишен этих недостатков, но им могут использовать лишь банки с размером собственных средств не ниже 100 млрд руб. (банки из ТОП-10). Кстати говоря, именно они и являются основными кредиторами компаний-экспортеров. Общий лимит на задолженность российских банков перед ЦБ в валюте сохранен на уровне 50 млрд долл. С начала декабря банки привлекли 14,2 млрд долл. от регулятора (сейчас задолженность составляет 14,8 млрд долл.), что обусловлено оттоком валюты с банковских счетов в связи с 1) погашением корпорациями внешнего долга (в целом декабре оно составит 25 млрд долл., по данным ЦБ), 2) изъятием валютных депозитов. По нашим оценкам, последний фактор мог обеспечить дополнительный спрос на валютное финансирование в размере 3-4 млрд долл. Мы считаем, что основной внешний долг корпораций в 2015-2016 г. (пока будут действовать финансовые санкции против РФ) будет рефинансирован с помощью этого нового инструмента. Это позволит заметно снизить давление на валютный рынок, поскольку в этом году для погашения иностранного долга компании привлекали рублевые кредиты с последующей конвертацией средств в валюту. В целом можно сделать вывод, что теперь за исключением цен на нефть, влияние основных факторов, оказывающих давление на курс рубля, минимизировалось: крупнейшие госкомпания-экспортеры (в частности, Газпром, Роснефть) должны будут снизить объем чистых валютных активов до уровня на 1 октября 2014 г. (см. подробнее сегодняшнюю тему), возможности спекулянтов играть против рубля ограничены высокой рублевой процентной ставкой на МБК, для погашения долга корпорациям больше нет необходимости покупать валюту за рубли. Это, при условии стабильных цен на нефть, должно способствовать стабилизации валютного курса, что мы и наблюдаем с начала этой недели (сегодня доллар находится на уровне 54,6 руб.).

## Темы выпуска

- ▶ **Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?**

## Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

Вчера Правительство выпустила директиву своим представителям в Газпроме, Роснефти, АЛРОСА, Зарубежнефти и ПО Кристалл «обеспечить до 1 марта 2015 г. приведение размера чистых валютных активов общества к уровню не выше чем по состоянию на 1 октября 2014 года и последующее поддержание ... не выше указанного уровня». Таким образом, данным компаниям придется в течение двух месяцев продать всю накопленную с 1 октября валюту, а также конвертировать практически в полном объеме поступающую валютную выручку (за вычетом текущих валютных расходов). Эта новость, помимо прочих факторов, способствовала позитивной динамике рубля с начала этой недели: он укрепился до 54,6 руб./долл.

Если компании будут в точности исполнять эту директиву, на рынке появится предложение валюты, негибкое к изменению курса, а значит теоретически возможно временное укрепление рубля выше равновесных уровней. В связи с этим, конечно, главным является вопрос, сколько эти компании накопили валюты за 4 кв. 2014 г. С точки зрения влияния на рынок, необходимо, прежде всего, анализировать Газпром и Роснефть, так как экспортная выручка других компаний из списка на порядок меньше.

По нашим оценкам, экспортная валютная выручка этих двух компаний в 4 кв. 2014 г. составит ~50 млрд долл. Но, безусловно, Газпром и Роснефть не могли "придержать" всю эту выручку, т.к. им необходимо выплачивать налоги (в Роснефти, например, это до 70% выручки) и другие затраты. Если вычесть эти расходы, у двух этих компаний за этот период могло накопиться ~6-10 млрд долл. Конечно, часть расходов они могли финансировать за счет банковских рублевых кредитов. Но данные по банковской системе за октябрь-ноябрь не указывают на столь масштабный рост рублевого кредитования: максимальный объем средств, который две эти компании могли привлечь, оценивается нами в 5 млрд долл.

Таким образом, по нашим оценкам, объем накопленной Газпромом и Роснефтью валюты варьируется в пределах 6-15 млрд долл. Если этот объем реализовать в течение января-февраля 2015 г., то это 100-300 млн долл. в день. Помимо накоплений, компаниям также нужно будет конвертировать и вновь поступающую валютную выручку почти в полном объеме (за вычетом необходимых валютных расходов). Это может добавить валютному рынку еще ~100-200 млн долл. в день. То есть, по нашим оценкам, выполнение директивы приведет к дополнительному предложению валюты на рынке не более чем на 500 млн долл. в день, фактически столько же, сколько продавал в последние дни Минфин (реализация валютных остатков для стабилизации валютного рынка). По нашему мнению, появление таких объемов, хотя, безусловно, позитивно для рубля, не может привести к серьезным искажениям курсообразования.

В то же время специальная рабочая группа во главе с И. Шуваловым будет следить за продажей валютной выручки и частных компаний. Однако мы сомневаемся, что их заставят продавать уже накопленные остатки валюты. Также, скорее всего, у них будет больше гибкости и в случае значительного укрепления рубля, т.е. они, вряд ли, будут продавать валюту по "заниженному" курсу.

Таким образом, мы считаем, что директива Правительства коренным образом не меняет расклад сил на валютном рынке и не может перевесить фундаментальные факторы, которые привели к ослаблению рубля (санкции, падение цен на нефть). Поэтому курс рубля не должен заметно отклоняться от уровня 55 руб./долл., который мы считаем равновесным при текущих внешних и внутренних условиях (цена на нефть 60 долл./барр., ключевая ставка ЦБ 17%).

## 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](#).