

# Итоги заседания Банка России: что хорошо для ОФЗ плохо для рубля



Промсвязьбанк

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

11 декабря 2014 г.

**ЦБ принял ожидаемое решение о повышении ключевой ставки на 100 б.п. – до 10,5% годовых на фоне роста инфляционных и девальвационных ожиданий. В случае дальнейшего усиления инфляционных рисков Банк России продолжит повышение ключевой ставки. Ожидаем дальнейшего ужесточения ДКП.**

*Дмитрий Грицкевич*  
[gritskevich@psbank.ru](mailto:gritskevich@psbank.ru)

*Алексей Егоров*  
[egorovav@psbank.ru](mailto:egorovav@psbank.ru)

Банк России принял решение о повышении ключевой ставки на 100 б.п. до уровня 10,5%. В текущих условиях, когда рубль практически без остановки демонстрирует ослабление, рассчитывать на какой-то эффект на валютный рынок от повешения ключевой ставки на 100 б.п., на наш взгляд, не следует. Тем не менее, вопрос, почему именно 100 б.п., а не больше, выглядит вполне резонно, поскольку рыночные индикаторы отражали ожидания повышения ставки от 200 б.п.

С начала текущего года Банк России уже 4 раза повышал ключевую ставку в совокупности на 400 б.п. (без учета сегодняшнего решения). При этом до последнего времени рынок довольно точно через спрэд между ставками Mosprime 3m и IRS 1y «предугадывал» будущие действия регулятора. **Накануне сегодняшнего решения спрэд между Mosprime 3m и IRS 1y достигал отметки 300 б.п.**, отражая ожидания более решительных мер со стороны регулятора. Таким образом, решение, которое бы могло оказать влияние на рынок, находилось в диапазоне 200-300 б.п.

На наш взгляд, ЦБ РФ не решился на более агрессивное повышение ставки вследствие вероятных проблем в банковской системе из-за переоценки стоимости фондирования. Так, в I квартале 2014 г. средняя ставка по кредитам на срок более 1 года нефинансовым организациям, по данным ЦБ РФ, составляла порядка 11,4% при премии к ключевой ставке около 600 б.п. При этом с учетом преимущественно короткого фондирования банков стоимость пассивов весьма чувствительна к уровню ключевой ставки, которая с начала года была повышена уже на 500 б.п. **В результате ЦБ пока сохранил положительную маржу для банков по ранее выданным кредитам на срок более 1 года** (безусловно, в зависимости от договора банки в ряде случаев имеют возможность пересмотреть ставку по кредиту).

В глобальном масштабе уровень ставки ЦБ РФ движется к уровням ЦБ Бразилии, ключевая ставка которого составляет 11,75% годовых при инфляции 6,56%. Рынок ОФЗ также накануне решения ЦБ по ставке отражал данный тренд – кривая российских госбумаг фактически сравнялась с кривой локальных облигаций Бразилии. При этом спрэды доходности ОФЗ к ставке РЕПО до заседания составляли порядка 310-335 б.п. по 5-10-летним бумагам при «нормальном» значении 130-150 б.п. и 245 б.п. по годовым бумагам при комфортном значении около 50 б.п. В результате **ОФЗ отражали ожидания роста ставок на 200 б.п., и текущее повышение на 100 б.п. является фактором для краткосрочной коррекции доходности госбумаг.**

**Для валютного рынка такое решение вряд ли окажет позитивный эффект, так как участники ожидали более решительных мер.** В результате для поддержания национальной валюты Банку России придется сохранить прежние объемы валютных интервенций, что в среднесрочной перспективе негативно отразится на объемах ЗВР, усиливая риски возможного снижения суверенных рейтингов.

Вместе с тем в среднесрочном аспекте борьба с инфляцией в следующем году

будет по-прежнему основной задачей для Банка России. Инфляционные риски в российской экономике остаются достаточно высокими. В условиях сохранения эмбарго на импорт широкого ряда продукции и девальвационных рисков мы не видим возможности для снижения цен в первом полугодии. Более того, ожидаемое нами ослабление рубля прибавит скорости текущему росту цен. Отметим, что многие компании-поставщики импортных товаров, по нашим данным, заложили основной рост цен именно на начало следующего года. Здесь важно отметить также, что во многих товарах российского производства присутствует довольно много импортных компонентов. Во втором полугодии, в силу довольно высокой базы, а также в условиях стабилизации цен на нефть и уровней национальной валюты, мы ждем некоторого замедления темпа роста цен и достижения к концу года уровня в 9,8%. Отметим, что в следующем году более высокими темпами будут расти стоимость услуг на тарифы ЖКХ в отличие от текущего года. Так, в следующем году, согласно данным ФСТ, средний рост тарифов ЖКХ предполагается в районе 10% против 6,5%, анонсированных на этот год, что может послужить дополнительным инфляционным фактором. Также естественные монополии, по предварительным данным, могут повысить цены на свои услуги ориентировочно на 10% после заморозки тарифов в этом году.

**В результате пик роста цен мы ожидаем увидеть в конце первого квартала следующего года, когда уровень инфляции может достигнуть значений в 12-12,5%, в то время как Банк России ожидает, что в I квартале 2015 г. инфляция превысит 10% годовых. На этом фоне ожидаем, что уже в январе-феврале регулятору снова придется прибегнуть к повышению ставки.**

**Базовый прогноз PSB research на 2015 г.**

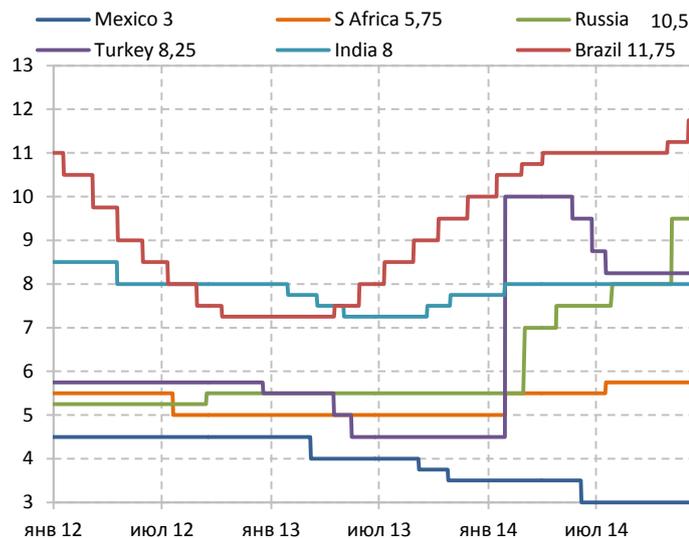
ВВП, г/г	-2%
Цены на нефть Brent, барр. (среднее значение)	74 долл.
Инвестиции в основной капитал, г/г	-8%
Промышленное производство, г/г	-0,5%
Оборот розничной торговли, г/г	-2,3%
RUB/USD, конец года	60
Инфляция, конец года	9,8%
Ключевая ставка ЦБ	11,5-12%
Доходность 10-летних ОФЗ, конец года.	12,5-13%

**Средневзвеш. ставки по корп. кредитам свыше 1 года, %**



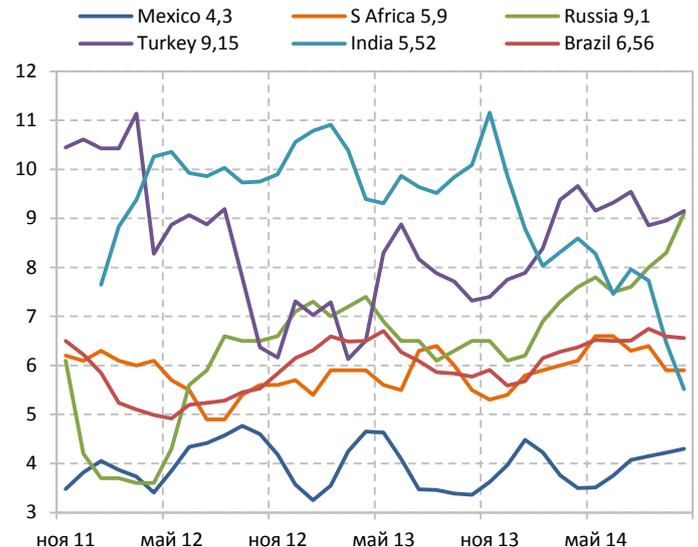
Источник: ЦБ РФ

**Ключевые ставки ЦБ ЕМ, %**



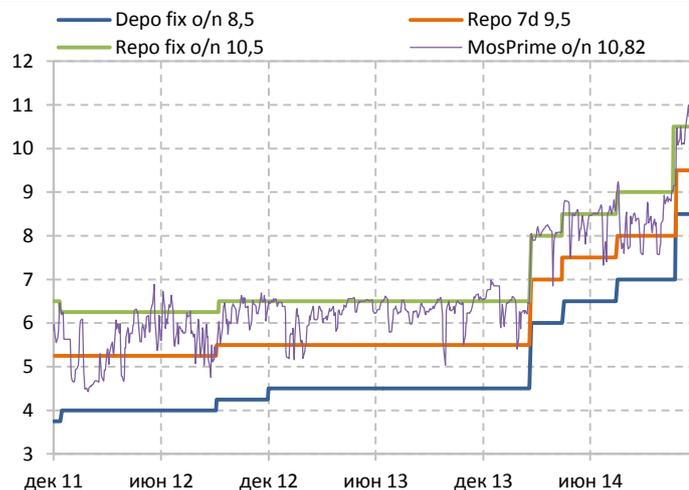
Источник: Bloomberg

**Инфляция в ЕМ, %**



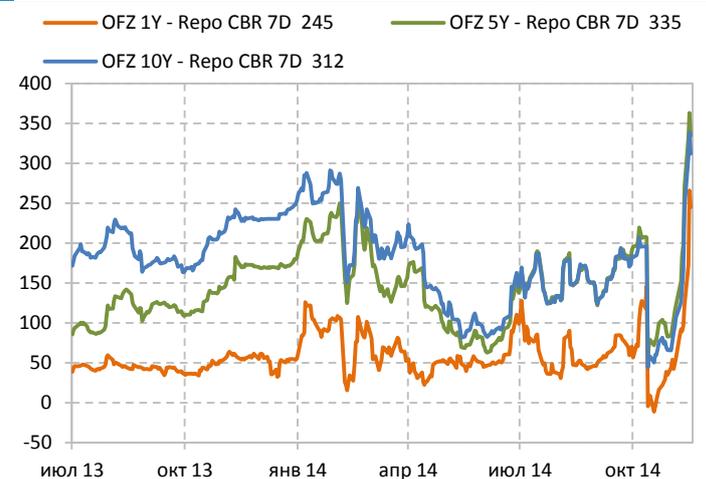
Источник: Bloomberg

**Ставки ЦБ РФ, %**



Источник: Bloomberg

**Спрэд доходности ОФЗ к ставке РЕПО ЦБ РФ, б.п.**



Источник: Bloomberg

**ОАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

**PSB RESEARCH**

**Николай Кашеев** KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39  
Директор по исследованиям и аналитике

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

**Евгений Локтюхов** LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61  
**Илья Фролов** FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06  
**Екатерина Крылова** KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31  
**Игорь Нуждин** NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**

**Игорь Голубев** GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29  
**Алексей Егоров** EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48  
**Александр Полютов** PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54  
**Алина Арбекова** ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17  
**Дмитрий Монастыршин** Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10  
**Дмитрий Грицкевич** Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ**

**Роман Османов** Роман Османов Роман Османов  
**Олег Шагов** Олег Шагов Олег Шагов

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

**Пётр Федосенко** FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86  
**Ольга Целинина** TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

**Юлия Рыбакова** Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68  
**Евгений Жариков** Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96  
**Борис Холжигитов** KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

**Андрей Скабелин** Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34  
**Иван Заволоснов** ZavolosnovIV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54  
**Александр Сурпин** SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24  
**Виктория Давитиашвили** DavitashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

**Алексей Кулаков** KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33  
**Михаил Маркин** MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Павел Науменко** NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17  
**Сергей Устиков** UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17  
**Александр Орехов** OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19  
**Игорь Федосенко** FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69  
**Виталий Туруло** TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2014 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.