

ЗАСЕДАНИЕ ЦБ РФ 31 ОКТЯБРЯ: В ПОИСКАХ БАЛАНСА

На предстоящем заседании ЦБ РФ предстоит сделать непростой выбор дальнейшего пути снижения инфляционных рисков и восстановления финансовой стабильности: повысить ставку на 0-50 б.п. или более чем на 100 б.п. Вчерашние продажи валюты «внутри коридора» потенциально могут свидетельствовать о готовности регулятора предпринять решительные шаги для стабилизации ситуации на финансовых рынках. Оба варианта изменения ставки имеют свои недостатки, и регулятору придется выбирать меньшее из зол. Мы склоняемся к первому варианту, согласно которому повышение будет номинальным и не превысит 50 б.п.

За время, прошедшее с момента последнего заседания, инфляция в годовом выражении ускорилась с 7,7% до 8,4%, а также материализовалась часть инфляционных рисков:

- ▶ В области фискальной политики **инфляционные риски исходят от налогового маневра в нефтегазовой отрасли**. В случае принятия он приведет к одномоментному повышению цен на бензин в январе, по нашим оценкам, на 12-15%, что добавит к росту годовой инфляции около 0,5 п.п. Кроме того, дополнительные риски связаны с повышением тарифов РЖД (10%) и других естественных монополий (7,5%) в следующем году.
- ▶ В сентябре инфляционные ожидания остались на высоком уровне (**отчет ЦБ**) и, вероятно, будут нарастать в связи с продолжающейся девальвацией рубля (-9,7% с момента проведения опроса 22 сентября).

Несмотря на замедление среднесуточной инфляции на неделе к 27 октября (до 0,021% с 0,039% неделей ранее), произошедшее за счет более сдержанного роста цен на попавшее под торговые ограничения в августе продовольствие, **мы полагаем, что есть риск превышения инфляцией отметки в 9% по итогам 2014 г. и ее дальнейшего ускорения в начале 2015 г.** Одной из причин является масштабная девальвация рубля (-16,5% с конца июля), которая еще не полностью отразилась в ценах.

Стремительное удешевление рубля несет в себе риски для финансовой стабильности в стране, что, очевидно, требует более решительных действий со стороны регулятора.

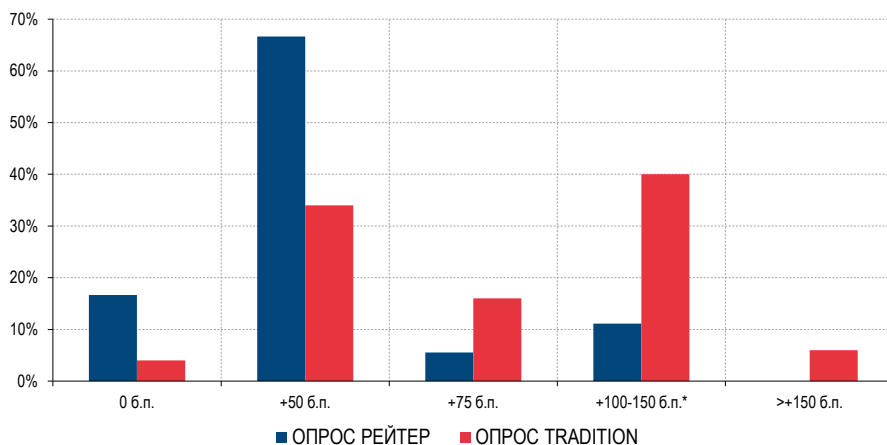
О том, с каким непростым выбором столкнулся ЦБ РФ, могут свидетельствовать результаты опросов участников рынка, которые резко разделились на тех, кто не прогнозирует значительного ужесточения, и тех, кто ожидает повышение ставки на 100-150 б.п.

Алексей Демкин, CFA
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Артем Бекетов
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)
Artem.Beketov@gazprombank.ru

Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Диаграмма 1. 67% опрошенных Рейтер ожидают повышения ключевой ставки на 50 б.п., в то время как 40% опрошенных Tradition - на 100-150 б.п.



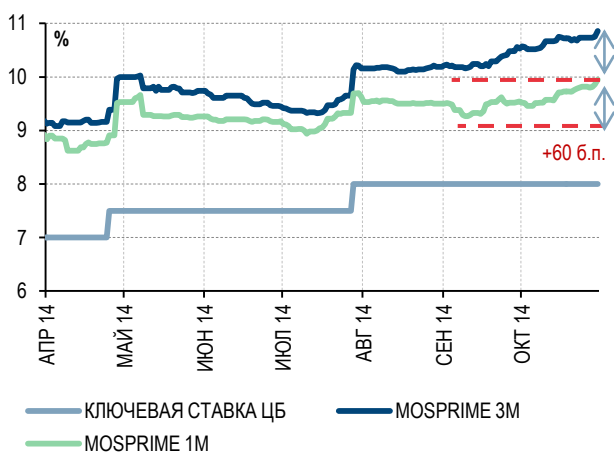
*Опрошенные Рейтер участники рынка прогнозировали повышение на 100 б.п.

Источник: Рейтер, Bloomberg, Газпромбанк

Денежный рынок закладывает повышение ключевой ставки на предстоящем заседании как минимум на 50 б.п., в частности, исходя из разницы форвардных контрактов на MosPrime (FRA 1x4) и текущих ставок. Кроме того, ставки MosPrime (1, 3 месяца) сейчас примерно на 50-60 б.п. превышают уровни, наблюдавшиеся на момент предыдущего заседания в сентябре, когда ЦБ оставил ставку без изменений.

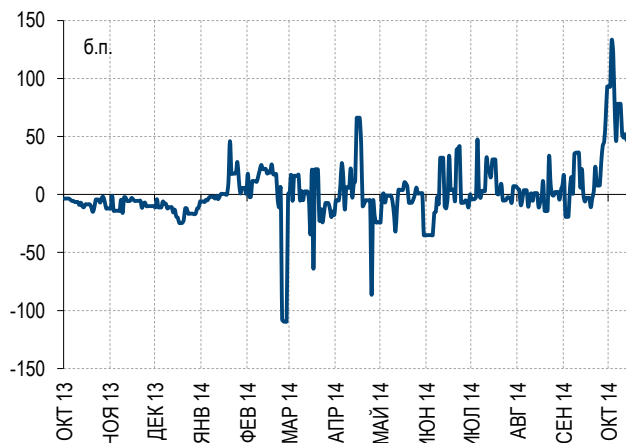
Отметим, что разница между FRA 3x6 и 3-месячным MosPrime составляет уже порядка 170-180 б.п., что может говорить об ожиданиях дальнейшего повышения ключевой ставки в декабре.

Диаграмма 2. Ставки MosPrime и ключевая ставка ЦБ



Источник: Bloomberg

Диаграмма 3. Спред FRA 1x4 к MosPrime 3M



Источник: Bloomberg

Если регулятор решится на «небольшое» повышение ставки (в пределах 50 б.п.) или вообще оставит ее без изменений, это позволит номинально привести уровень процентной ставки в соответствие с темпом роста цен, не оказав влияния на рыночные процентные ставки, которые уже отражают данное повышение. Важным преимуществом этого решения является ограниченное негативное влияние на слабый экономический рост, который российской экономике пока удается поддерживать за счет эффекта девальвации рубля. В то же время данного повышения будет недостаточно для того, чтобы отбить спекулятивные атаки на рубль. В этом случае от ЦБ РФ потребуется изменение правил осуществления интервенций (отмена диапазона по корзине) с



целью сделать их менее предсказуемыми для участников рынка. Однако ценой этого варианта будет снижение резервов, которые с конца сентября уменьшились на 29 млрд долл. только из-за продажи валюты.

Значительное повышение ставки на 100-150 б.п. и выше может сделать невыгодной спекулятивную игру против рубля и при этом ограничить потери ЗВР, а также более существенно повлиять на инфляционные ожидания в экономике. Однако такой рост ставок негативно скажется как на и без того замедляющейся экономике, так и на долговых рынках. Кроме того, существенное повышение ставки окажет давление на стоимость фондирования банков, которое, вероятно, будет сложно полностью переложить на клиентов – как следствие, это негативно скажется на прибыльности и капитале.

Мы больше склоняемся к «номинальному» варианту повышения процентных ставок на уровне 50 б.п.



Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2014. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (ОАО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (ОАО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (ОАО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (ОАО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете. Действия ГПБ (ОАО) в дальнейшем не должны рассматриваться как стимулирующие или побуждающие инвестировать средства или иным образом участвовать в каких-либо сделках, участие в которых запрещено законодательством или прочими нормативно-правовыми актами, а равно как посреднические действия или действия, способствующие участию в таких сделках. Инвесторы должны самостоятельно оценивать законность сделок, совершаемых после ознакомления с материалами ГПБ (ОАО), в соответствии с законодательством об экономических санкциях или прочими нормативно-правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность