

## Решение ЦБ РФ: в рамках консенсуса

Банк России на заседании в пятницу ожидаемо сохранил ключевую ставку на уровне 11% годовых, «учитывая увеличение инфляционных рисков при сохранении рисков существенного охлаждения экономики». При этом ЦБ по-прежнему ожидает замедления инфляции через год (в сентябре 2016 г.) до 7% при достижении 4% в 2017 г. Регулятор указывает, что недавнее ослабление рубля «продолжит оказывать влияние на цены в ближайшие месяцы». На наш взгляд, сохраняющееся инфляционное давление за счет валютного фактора может не позволить ЦБ возобновить цикл снижения ставки в текущем году.

*Дмитрий Грицкевич*  
gritskevich@psbank.ru

*Алексей Егоров*  
egorovAV@psbank.ru

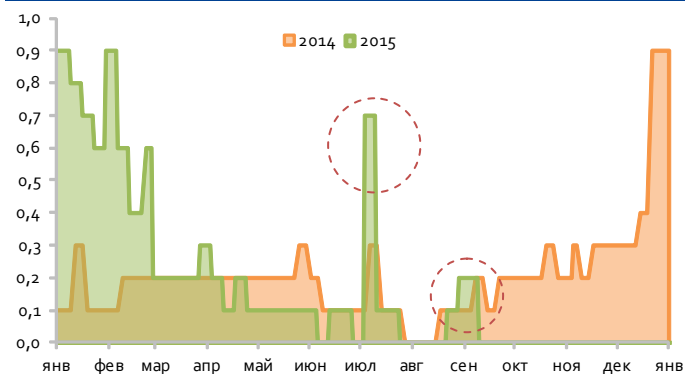
### Решение ЦБ совпало с ожиданиями

Решение Банка России о сохранении ключевой ставки на уровне 11% полностью совпало с нашими ожиданиями («[Долговые, денежные и валютные рынки || Заседание Банка России: надолго ли будет взят тайм-аут?](#)» от 09.09.2015 г.). В результате, инфляционный фактор и внешние риски в решении регулятора оказались на первом плане, несмотря на необходимость поддержки экономики.

Напомним, с июля за счет «тарифной недели» инфляция начала демонстрировать ускорение (рост цен в первую неделю июля составил 0,7%), после чего во второй половине августа свой вклад в рост цен привнесла девальвация рубля. Так, инфляция в августе составила 0,4%, что является максимумом с 2010г.; в годовом выражении инфляция ускорилась до 15,8% с 15,6% в июле. В первую неделю сентября инфляция также осталась на уровне 0,2%, что соответствует инфляции прошлого года.

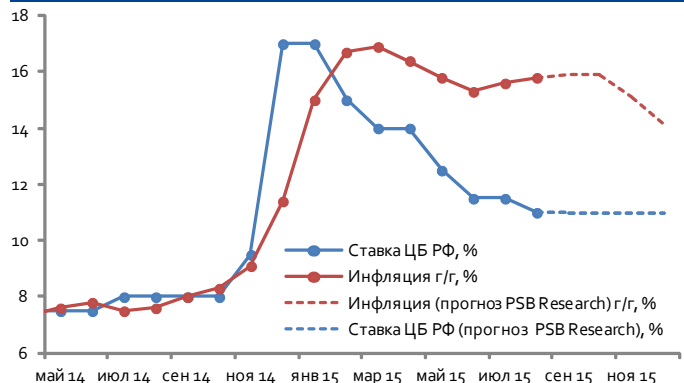
В пресс-релизе ЦБ отмечает, что индексация тарифов и ослабление рубля в июле-августе «стало причиной повышения инфляционных ожиданий». При этом фактор снижения курса национальной валюты «продолжит оказывать влияние на динамику инфляции в ближайшие месяцы». За счет валютного фактора не ждем существенного замедления годовой инфляции в сентябре-ноябре – недельная инфляция будет оставаться на сопоставимом уровне с прошлым годом. При этом за счет высокой базы второй половины декабря 2014 г. ожидаем замедления инфляции по итогам текущего года лишь до 14,1% годовых. На наш взгляд, это не позволит ЦБ РФ возобновить цикл снижения ставки в текущем году (осталось 2 заседания – 30 октября и 11 декабря).

Динамика недельной инфляции



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



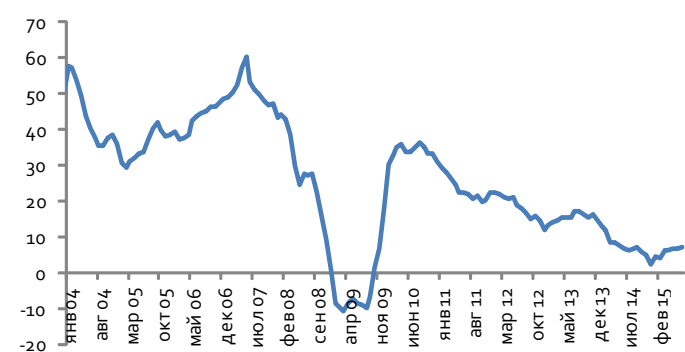
Источник: Bloomberg, PSB Research

Вместе с тем, регулятор по-прежнему сохраняет ожидания замедления инфляции через год (в сентябре 2016 г.) до 7% при достижении 4% в 2017 г. на фоне сохраняющейся «умеренно жесткой денежно-кредитной политики и ослабления потребительского спроса при существенном сокращении реальных доходов» населения, а также на фоне сохраняющихся низких темпов роста денежной массы (M2).

Что касается экономики, то ЦБ ожидает сокращение ВВП на 3,9-4,4% по итогам 2015 г. при сокращающихся потребительских расходах и инвестиций в основной капитал. При этом чистый экспорт останется единственным компонентом, вносящим положительный вклад в темпы роста ВВП на фоне снижения импорта. Отметим, что наши ожидания по снижению ВВП по итогам года сопоставимы с прогнозом ЦБ и составляют -3,8%.

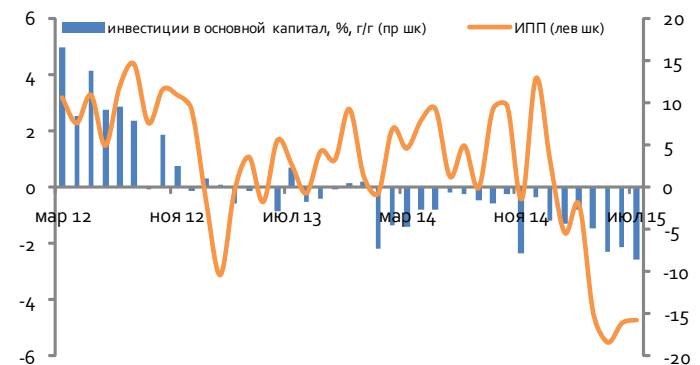
Внешние риски также остаются фактором неопределенности (падение цен на энергоносители и рост волатильности на мировых рынках), что может усилить риски углубления спада экономической активности в России. Данные факторы также являются ключевыми рисками для дальнейшего ослабления рубля и сохранения инфляционного давления на высоком уровне.

**Изменение денежной массы (M2), % г/г**



Источник: Bloomberg, PSB Research

**Темпы роста пром. произв-ва и инвестиций в России**



Источник: Bloomberg, PSB Research

### Рубль практически не отреагировал

Что касается национальной валюты, то рубль практически не отреагировал на ожидаемое решение Банка России о сохранении ключевой ставки. При этом мы полагаем, что сильная корреляция цен на нефть и курса рубля сохранится. За счет плавающего курса удастся частично компенсировать негативные последствия для российского бюджета снижение мировых цен на энергоресурсы. Обозначенный Банком России прогноз мировых цен на нефть на уровне 50 долл. за барр. на ближайшие 3 года не предвещает существенных улучшений для курса национальной валюты. В текущий момент необходимая рублевая стоимость нефти для формирования доходной части бюджета находится на уровне 3000 руб. за барр. Следует понимать, что при рублевой цене 3000 руб. за барр. бюджет сведен с дефицитом, который покрывается за счет резервного фонда. Таким образом, для того, чтобы выйти на необходимый для бездефицитного бюджета уровень нефти 3400-3600 руб. за барр. в будущих годах национальной валюте не избежать ослабления, и Банк России не будет оказывать ей существенную поддержку. При этом нельзя исключать, что с целью снижения необходимой рублевой стоимости нефти Минфин все же может секвестрировать расходную часть бюджета в пределах 5-10%.

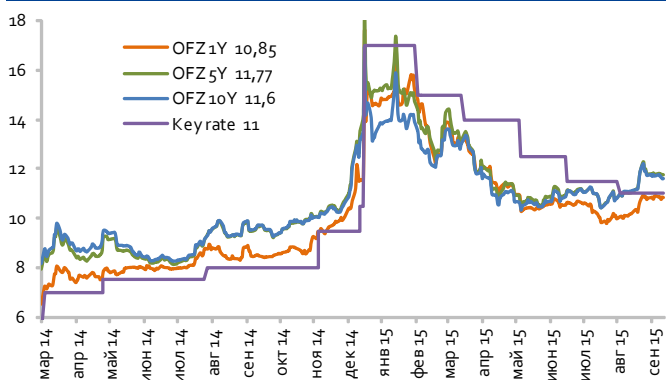
Подводя итоги, можно сказать, что политика «невмешательства» при девальвации национальной валюты под влиянием фактора снижения цен на нефть продолжится и в будущем. Тем не менее, регулятор может оказывать рублю поддержку в моменты, когда девальвация происходит под влиянием рыночных факторов, таких как рост спроса на валюту накануне крупных внешних выплат, за счет расширения предположения валюты через действующие механизмы рефинансирования (валютное РЕПО и валютные кредиты под залог нерыночных активов).

### ОФЗ: реакция на решение ЦБ не последовала

На рынке госбумаг вслед за решением ЦБ реакции также не последовало, на текущий момент премия по доходности ОФЗ (от 2-3 лет) к ключевой ставке находится в положительной зоне и составляет 60-77 б.п. (11,6%-11,77% годовых). В результате, среднесрочный «рабочий» диапазон по доходности для ОФЗ-ПД (от 2-3 лет) по-прежнему составляет 11,5%-12,0% годовых (премия к ставке ЦБ – 50-100 б.п.). Иными словами, в случае снижения доходности госбумаг к нижней границе данного диапазона рекомендуем сокращать позиции в ОФЗ, в то время как при подходе к верхней – соответственно, накапливать.

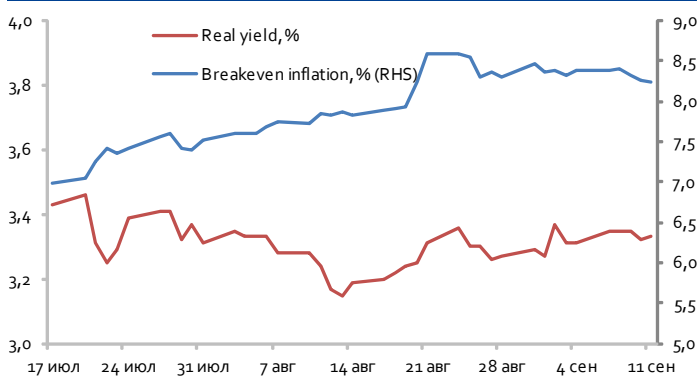
При этом по-прежнему рекомендуем обратить внимание на выпуск ОФЗ-ИН, который при сохранении отрицательных реальных ставок и доходностей ОФЗ-ПД может обеспечить положительную реальную доходность (на текущий момент – порядка 3,3%).

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001



Источник: Bloomberg, PSB Research

ПАО «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

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

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

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полюттов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### 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

## ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

Дмитрий Иванов

Ivanovdv@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Константин Квашнин

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Сибяев Руслан

sibaevrd@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

Устинов Максим

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 411-5130

### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Skabelin@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@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

© 2015 ПАО «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 ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «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. ПАО «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. ПАО «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.