

# Итоги заседания Банка России: спорное решение регулятора



Промсвязьбанк

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

30 января 2015 г.

**ЦБ принял довольно поспешное решение, особенно в условиях сохраняющихся рисков девальвации национальной валюты на фоне геополитических рисков и удерживающихся низких цен на нефть. Довольно важно, что решение регулятора не совпадает с риторикой, которая звучала от представителей ЦБ с начала года. В силу этого дальнейшие действия Банка России становятся менее прогнозируемыми.**

На наш взгляд, решение Банка России понизить ключевую ставку до 15% выглядит поспешным и расходится с заявлениями регулятора, сделанными ранее. Напомним, повышение ключевой ставки ЦБ РФ до 17% в декабре было экстренной мерой, призванной стабилизировать ситуацию на валютном рынке, который в России тесно связан с инфляцией. Вместе с тем, игроки из реального сектора экономики и ряд представителей правительства просили регулятора сделать более доступным для бизнеса уровень процентных ставок.

Резкое повышение ставки ЦБ РФ в декабре смогло остановить панику населения – депозиты банков в рублях стали намного привлекательнее. При этом понижение ставки в январе (причем сразу до 15% годовых), продержав ее на высоком уровне 1,5 месяца, на текущий момент выглядит нелогично. Более того, на фоне падения цен на нефть ниже 50долл. за баррель снижение рублевой ставки создает риски для новой волны ослабления рубля, в т.ч. и силами населения.

В целом, резкое повышение ставок для приостановки девальвации национальных валют достаточно распространенная мера при кризисных ситуациях. Так, решение российского ЦБ было схоже с действием турецкого регулятора, который в начале 2014 года принял решение о повышении ключевой ставки с уровня в 4,50% до 10%, то есть на 5,50 п.п. одновременно ужесточение денежно-кредитной политики привело к укреплению турецкой лиры на 10% против ослабления ранее на 18-20%. К плавному понижению ставки ЦБ Турции приступил через 3 месяца и к середине года понизил ее до уровня 8,25%. **В целом, исходя из исторических данных по аналогичным мерам мировых Центробанков, для стабилизации локальных валют высокие ставки удерживались в среднем 3-6 месяцев.**

На прошлой неделе председатель ЦБ РФ Эльвира Набиуллина заявляла, что **Банк России будет готов снизить ключевую ставку при формировании устойчивой тенденции к снижению инфляции и инфляционных ожиданий**, которые по-прежнему высоки. При этом инфляция по итогам 2014 г. составила 11,4%, а на 26 января 2015 г. ускорилась до 13%. Согласно нашим ожиданиям, уровень потребительских цен в первой половине текущего года может достигать уровня 15-17%.

Отдельно стоит сказать, что ситуация на локальном валютном рынке в последнее время демонстрировала явно негативные сигналы, в части планомерного ослабления курса национальной валюты.

Другими факторами, которые говорят о несвоевременном решении понизить ключевую ставку, являются эскалация конфликта на Украине и угроза новых санкций, а также грядущие пиковые платежи по внешнему долгу, которые

*Игорь Голубев*  
[golubevia@psbank.ru](mailto:golubevia@psbank.ru)

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

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

пройдут в феврале-марте. Так, в феврале и марте российским компаниям и банкам предстоит выплатить суммарно порядка 37 млрд долл., что может спровоцировать очередную волну девальвации. При текущей цене на нефть курс доллара может приблизиться к отметке 77-79 руб. уже в первом квартале текущего года.

Что касается цен на нефть, то на текущий момент котировки держатся на уровне 49 долл./барр., что в рублевом выражении составляет порядка 3400 руб./барр. при среднем уровне цен в 2014 г. 2745 руб./барр. Резкое повышение ставки в декабре смогло сгладить эффект от падения нефтяных котировок ниже 50 долл., однако при текущем снижении ставки ЦБ РФ **за счет ослабления национальной валюты рублевые нефтяные цены могут вновь вернуться в диапазон 3600-3800 руб./барр.**

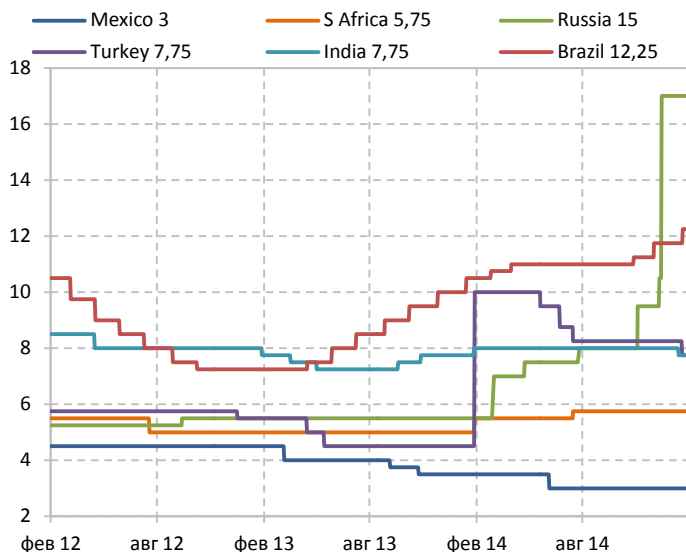
Для рынка ОФЗ данное решение выглядит нейтрально, т.к. текущие уровни доходности уже закладывали снижение ставки – спреды доходности ОФЗ к ставке РЕПО ЦБ вернулись из глубоко отрицательных уровней до уровня «+80» – «-80» б.п. При этом для позиций ОФЗ по-прежнему важным остается стабильность валютного рынка, а также геополитическая составляющая – **на текущий момент оба этих фактора играют против рынка ОФЗ: мы по-прежнему считаем текущие уровни госбумаг непривлекательными.**

Отметим, что текущее заседание стало дебютным для нового куратора ДКП Дмитрия Тулина, который вернулся в ЦБ в январе. Не исключаем, **что новая фигура в ЦБ оказала непосредственное влияние на смягчение ДКП** на фоне активных позиций реального сектора экономики.

Вместе с тем, на наш взгляд, одним из ключевых условий снижения ставки должна была стать стабилизация нефтяных котировок, а также геополитический фактор. Кроме того, процесс понижения ставки должен быть плавным для исключения резких колебаний на валютном и денежном рынках. В среднесрочной перспективе, на наш взгляд, ставка российского ЦБ не должна быть ниже ключевой ставки ЦБ Бразилии (11,75%) – т.е. порядка 12%-13% годовых, чтобы иметь конкурентное преимущество в борьбе за капитал на фоне периода низких цен на нефть. При этом в условиях западных санкций и геополитической напряженности уровень ставки 15% выглядит заниженным.

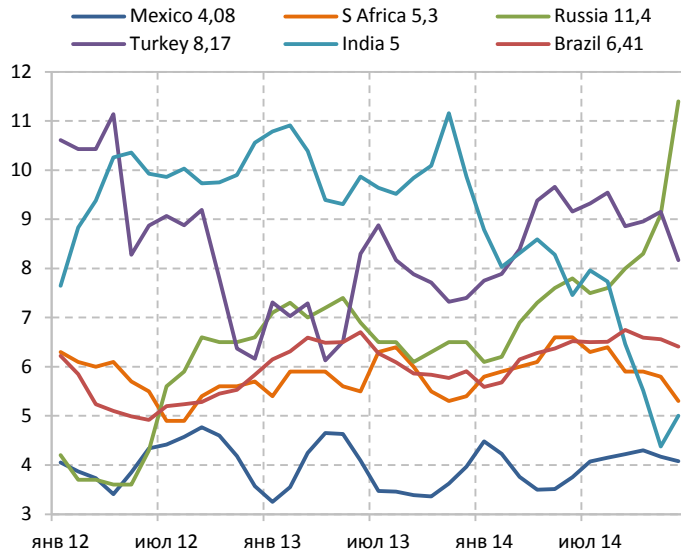
При этом пока не понятно как будет действовать регулятор при сохраняющемся тренде по ослаблению национальной валюты. Отказ от валютных интервенций в пользу сдерживания курса за счет изменения процентной политики, как показала практика, имела низкую эффективность.

Ключевые ставки ЦБ EM, %



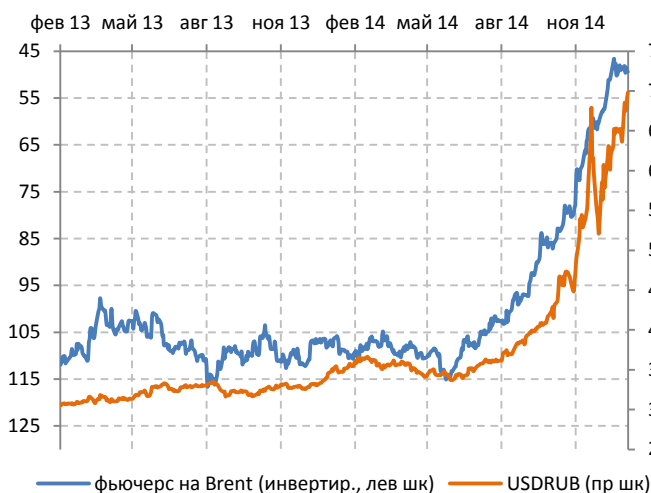
Источник: Bloomberg

Инфляция в EM, %



Источник: Bloomberg

Рубль и цены на нефть Brent



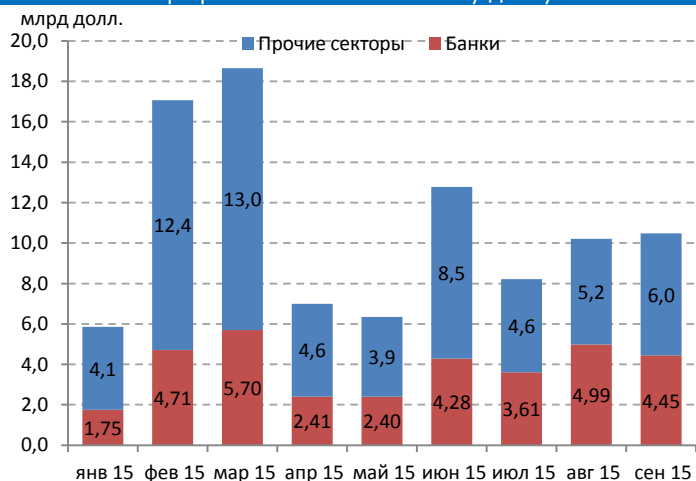
Источник: Bloomberg

Нефть Brent в рублях, руб. за баррель



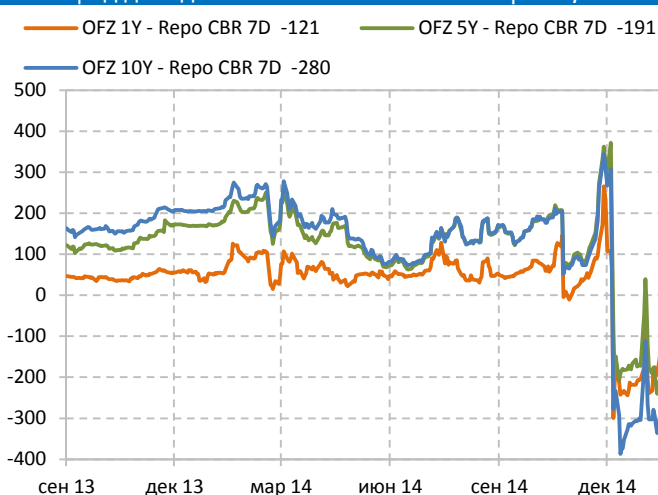
Источник: Bloomberg

График выплат по внешнему долгу



Источник: Банк России

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



Источник: Bloomberg

**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 Кащеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

**ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

**Игорь Голубев**

**Дмитрий Монастыршин**

**Дмитрий Грицкевич**

**Алексей Егоров**

**Александр Полютов**

GolubevIA@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

**Евгений Локтюхов**

**Илья Фролов**

**Екатерина Крылова**

**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

**Пётр Федосенко**

**Ольга Целинина**

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**

**Юлия Рыбакова**

**Константин Квашнин**

**Евгений Жариков**

**Борис Холжигитов**

Rybakova@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

**Андрей Скабелин**

**Иван Заволоснов**

**Александр Сурпин**

**Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

ZavolosnovIV@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

**ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**

**Алексей Кулаков**

**Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

**ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**

**Павел Науменко**

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+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.