

# Итоги заседания Банка России:

## ЦБ повысил ставку на 1,5%.

## Маловато будет?

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

31 октября 2014 г.



Промсвязьбанк

**ЦБ принял ожидаемое для всех участников рынка решение о повышении ключевой ставки. При этом повышение на 150 б.п. до уровня 9,5 % полностью совпало с нашими ожиданиями. Тем не менее регулятор воздержался от пересмотра параметров курсовой политики, которого также с опасениями ждали инвесторы. Мы не исключаем дальнейшего повышения ставок со стороны регулятора.**

Банк России в точности повторил ожидания рынка сегодняшним решением о повышении ставки на 1,5% - спрэд между Mosprime3M и IRS1Y последнее время составлял порядка 160 б.п. В целом **мы поддерживаем решение регулятора, которое, с нашей точки зрения, должно было быть принято еще в сентябре.** С нашей точки зрения, сохраняется возможность дальнейшего повышения ставок в перспективе. Одной из ключевых фраз в пресс-релизе регулятора, по нашему мнению, является следующая: **«Банк России продолжит принимать меры, направленные на замедление роста потребительских цен до целевого уровня 4% в среднесрочной перспективе»**, что, соответственно, повышает вероятность ужесточения ДКП в дальнейшем. Как мы отмечали ранее, достижение уровня в 4% является непростой задачей, особенно учитывая перспективу роста тарифов в следующем году. Так, по данным СМИ, РЖД могут поднять в следующем году тарифы на 10%. Исходя из этого, можно предположить, что и другие монополии могут пойти на аналогичное повышение, что, безусловно, будет оказывать поддержку росту цен.

**Открытым остается вопрос относительно того, когда в дальнейшем ЦБ может повысить ставку.** Здесь, безусловно, ситуация зависит от позиций национальной валюты. Однако **мы склоняемся скорее к тому, что регулятор, на следующем заседании 11 декабря сделает паузу до следующего года.** При этом дальнейшее повышение также может быть довольно существенным. Напомним, что ставка в Бразилии составляет 11,25%.

**Сегмент ОФЗ** на текущий момент отреагировал ростом доходности к вчерашнему закрытию на 0,2-0,3% в терминах доходности. **При этом на рынке не наблюдается очевидной негативной динамики.** В моменте спрэд к ключевой ставке по 10-летнему бенчмарку сократился до уровня в 50-70 б.п., при том что в последнее время показатель был равным порядка 140-170 б.п. Соответственно этому, а также на ожиданиях дальнейшего роста ставок **давление на сегмент может возрасти, а доходности бумаг могут сохраниться на двузначных уровнях.** Отдельно отметим возрастающие риски инверсии кривой. **В целом турецкий сценарий, о котором мы писали в нашей стратегии, начинает реализовываться на российском рынке.**

Следует отметить, что наблюдаемая в последнее время негативная динамика на локальном валютном рынке, где рубль демонстрировал ежедневное ослабление, практически не оставляла Банку России места для маневра. При этом **усиленное давление на рубль было частично обусловлено ожиданием инвесторов, что ЦБ объявит об уходе с валютного рынка и отпустит рубль в свободное плавание.**

Напомним, что в рамках реализации стратегии перехода к политике инфляционного таргетирования предполагается, что с 2015 ЦБ полностью

*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)

откажется от продажи валюты для поддержки курса рубля. При этом возникающую потребность в валюте предполагается удовлетворять за счет инструментов валютное РЕПО и обратный SWAP. **Таким образом, для объявления о переходе к свободному курсообразованию рубля у ЦБ остается последнее заседание в текущем году – 11 декабря.** С целью предотвращения возможных девальвационных шоков регулятору, вероятнее всего, придется либо вновь прибегнуть к повышению ключевой ставки, либо изменить параметры инструментов предоставления валюты – снижение ставок.

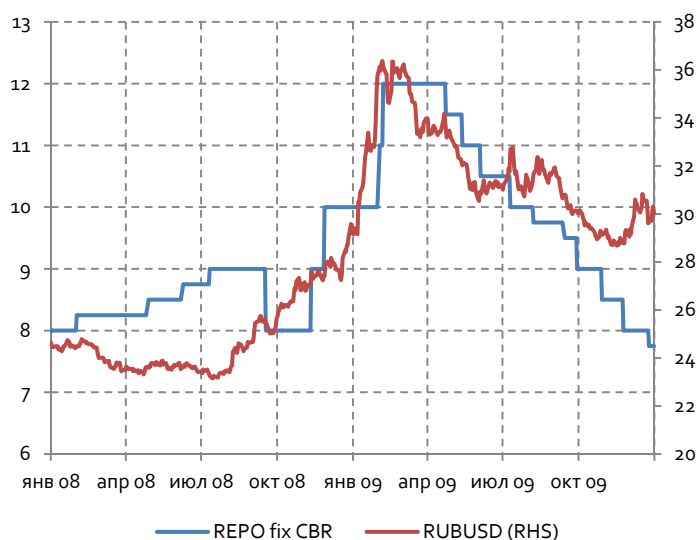
Валютный рынок отреагировал довольно сдержанно на решение ЦБ. Рубль продемонстрировал укрепление относительно доллара на 60 коп. до уровня 41,60 руб., однако данное укрепление продлилось недолго, и уже в течение первых после решения ЦБ минут курс доллара вернулся к значению 42,20 руб. **Безусловно, повышение ставки окажет рублю поддержку и замедлит дальнейшее ослабление.** Тем не менее, предстоящие в декабре выплаты по внешнему долгу в объеме более 32 млрд руб. (в три раза превышающие объем выплат в октябре и ноябре), а также опасения участников относительно ухода ЦБ с валютного рынка рисуют для рубля негативную картину. **На наш взгляд, ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ будет фактором, временно поддерживающим рынок.** При этом существуют риски дальнейшего снижения цен на нефть до конца года – до уровня 82 долл. за барр., что негативно отразится на позициях рубля. Отдельно стоит отметить, что мы оцениваем риски новых санкций как достаточно высокие, что также может оказывать давление на позиции национальной валюты. **Наиболее вероятными к концу года мы видим уровни– 43-45, на первое полугодие 2015 года – 45-47 руб. за доллар.**

## Экскурс в историю

С 2015 г. Банк России планирует полностью уйти с валютного рынка в рамках стратегии перехода к инфляционному таргетированию. В результате ключевыми инструментами влияния на валютный рынок станут процентные ставки. Российскому ЦБ уже приходилось прибегать к поддержке валютного рынка при помощи ставок – в недавнем прошлом это был кризис 2008-2009 гг. Напомним, девальвация рубля началась в августе 2008 г. На фоне разворачивающегося кризиса ликвидности первой реакцией ЦБ РФ было снижение ставки на 100 б.п. Однако к концу ноября, когда рубль потерял порядка 20%, регулятор поднял ставку дважды по 100 б.п. - на 200 б.п. (до 10% по фиксированной ставке РЕПО).

Case 1. Кризис 2008-2009 гг. (Россия)

Case 2: Турецкий сценарий 2014 г.



Источник: Bloomberg

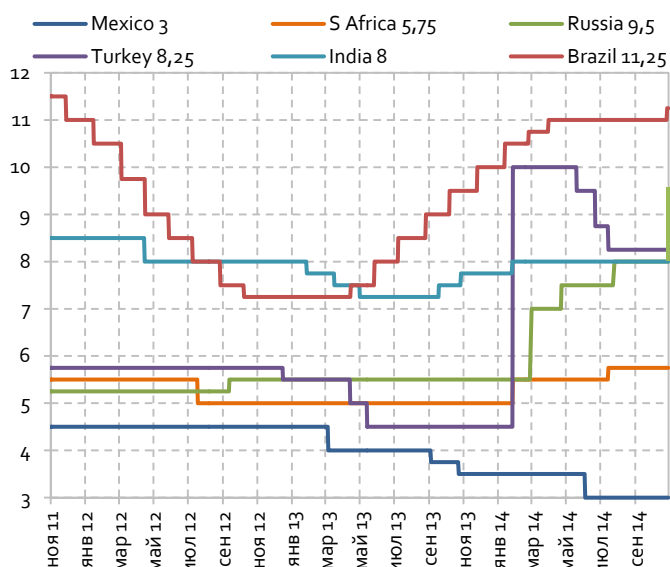
Источник: Bloomberg

Вторая серия повышений прошла в феврале 2009 г. после снижения курса рубля с августа 2008 г. на 56% - еще на 200 б.п. (до 12% по фиксированной ставке РЕПО). На этом уровне ставка продержалась месяц, после чего ЦБ приступил к снижению на фоне коррекции рубля. Отметим, что в 2008-2009 гг. наблюдался кризис ликвидности на фоне коллапса рынка МБК, в результате чего ЦБ пришлось экстренно разрабатывать новые инструменты предоставления рублевой ликвидности, самым эффективным из которых стали беззалоговые кредиты крупнейшим банкам.

В начале 2014 г. к «шоковой терапии» пришлось прибегнуть ЦБ Турции. Курс турецкой лиры начал тренд на ослабление весной 2013 г. При этом ЦБ Турции, не видя угрозы для стабильности валюты, понизил ставку на 100 б.п. – до 4,5% за март-май 2013 г. Активная фаза девальвации лиры началась в середине декабря 2013 г., когда до пика января 2014 г. она потеряла 15% (с весны 2013 г. – 30%). В результате ЦБ Турции единомоментно повысил ставку на 550 б.п. – до 10%, где ставка пробыла 3 месяца до апреля. Эффектом стало укрепление лиры на 7% менее чем за месяц. С апреля по июль ставка была снижена до 8,25%, где остается на текущий момент.

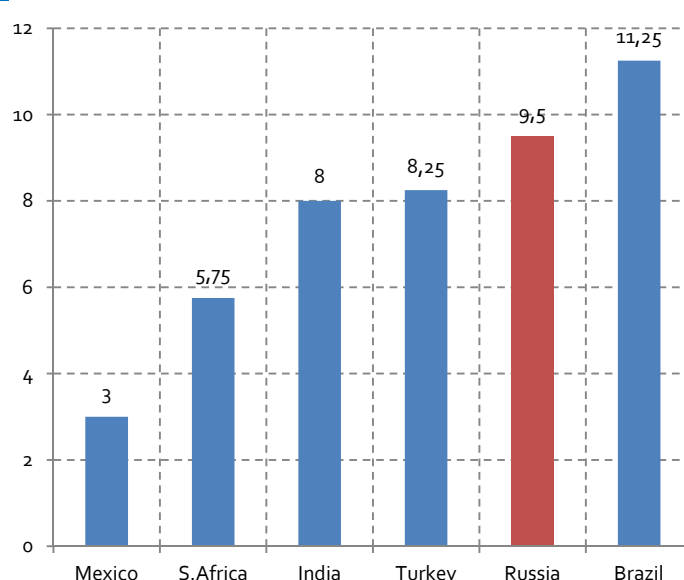
Как видно из рассмотренных сценариев, приостановить девальвацию валют смогло повышение ставок на 400-550 б.п. С марта по октябрь 2014 г. ЦБ РФ повысил ставку уже на 250 б.п., с учетом сегодняшнего повышения на 150 б.п. суммарное ужесточение ДКП с начало года составило 400 б.п., что как раз соответствует сценарию 2008-2009 гг.

Ключевые ставки ЦБ EM, %



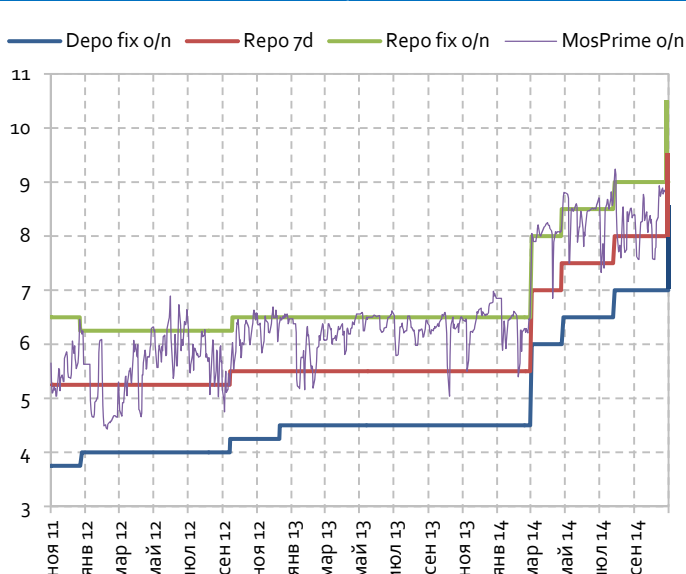
Источник: Bloomberg

Ключевые ставки ЦБ EM, %



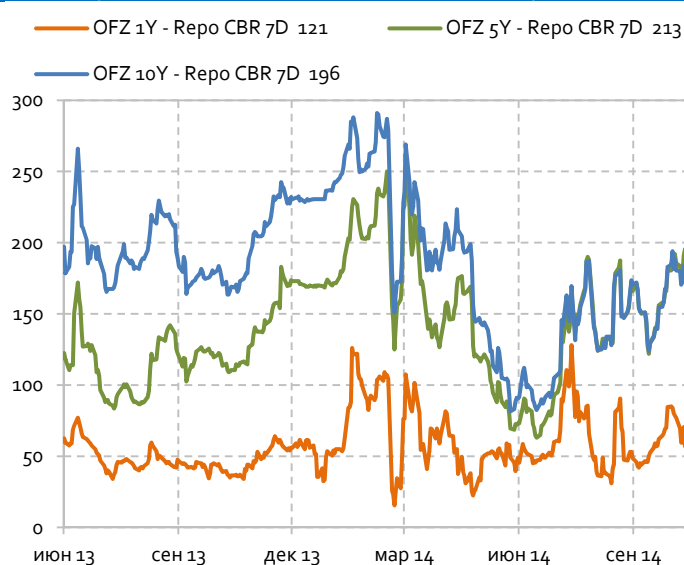
Источник: Bloomberg

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  
**Богдан Круть** KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22  
**Иван Хмелевский** Khmelevsky@psbank.ru +7 (495) 411-51-37  
**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  
**Денис Семеновых** SemenovychDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14  
**Николай Фролов** FrolovN@psbank.ru +7(495) 228-39-23  
**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** 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

**ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ**

**Сергей Миленин** Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21  
**Александр Бараночников** Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

**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 представляется 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.