

## ЦБ РФ снизил ключевую ставку на 25 б.п. до 7,25%

*Михаил Поддубский,  
Дмитрий Монастыршин*

По итогам сегодняшнего заседания Банк России снизил ключевую ставку на 25 б.п. до 7,25%. Сохранение инфляции на устойчиво низких уровнях (2,2%) и снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса создают благоприятные условия для продолжения тенденции по снижению ключевой ставки, следующее из которых мы ожидаем уже на ближайшем заседании (27 апреля). Относительно мягкая риторика регулятора в тексте пресс-релиза заставляет нас скорректировать прогнозный уровень ключевой ставки на конец 2018 г. до 6,5%.

Сегодняшнее понижение ключевой ставки на 25 б.п., на наш взгляд, было полностью учтено рынком. По факту объявления итогов ни рынок ОФЗ, ни курс российского рубля не продемонстрировали заметной реакции. При этом с учетом изменения рыночной конъюнктуры и риторики регулятора мы пересмотрели прогноз по динамике ОФЗ в текущем году. Заявленный переход Банка России к нейтральной денежно-кредитной политике в 2018 г., по нашим оценкам, может стимулировать дальнейшее снижение доходности ОФЗ. На горизонте ближайших 3-5 месяцев мы считаем ОФЗ срочностью 5-10 лет спекулятивно интересными для покупки. Одновременно с этим, во втором полугодии текущего года мы отмечаем риски снижения цен на нефть, ослабления рубля и роста инфляции. Реализация указанных рисков, а также ужесточение денежно-кредитной политики мировых центробанков могут привести к коррекции на рынке и вернуть доходности ОФЗ на текущие уровни.

### Динамика инфляции и инфляционных ожиданий способствуют продолжению тенденции к снижению ключевой ставки.

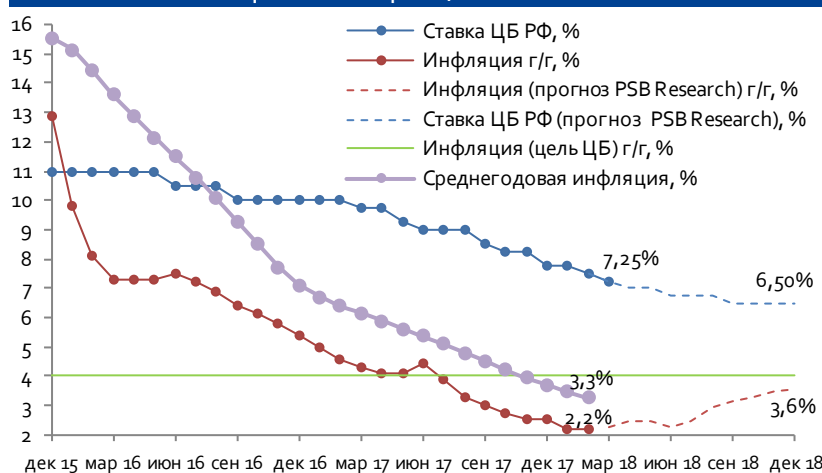
По итогам заседания 23 марта Совет директоров Банка России принял решение опустить ключевую ставку на 25 б.п. до 7,25% годовых, что совпало с ожиданиями большинства аналитиков. Напомним, что предыдущее заседание регулятора в феврале 2017 г. также завершилось снижением ключевой ставки на 25 б.п.

ЦБ отмечает сохранение инфляционных показателей на «устойчиво низком уровне» (2,2%). При этом, если ранее Банк России отмечал в качестве факторов, сдерживающих инфляцию, укрепление валютного курса и фактор урожая, воспринимая их как временные, то теперь регулятор отмечает, что под воздействием ряда структурных изменений (применение бюджетного правила уменьшает волатильность рубля, а инвестиции в сельское хозяйство несколько уменьшают зависимость от погодных условий) факторы принимают более длительный характер. На конец этого года ЦБ ожидает инфляцию в диапазоне 3-4% и вблизи 4% в 2019 г.

Также регулятор отмечает снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса, при этом отмечая, что уровень инфляционных ожиданий все еще остается заметно выше цели по инфляции. Тем не менее, сохранение инфляции ниже 4% более длительное время, чем оценивалось ранее, по мнению ЦБ, дает основание для более быстрого завершения перехода к нейтральной денежно-кредитной политике в этом году.

Что касается дальнейшей динамики ставок, то мы предполагаем, что тенденция к понижению ключевой ставки на ближайших заседаниях может быть продолжена. Учитывая, что текущие значения инфляции находятся заметно ниже целевых, при оценке вероятности понижения ставки на ближайших заседаниях, на наш взгляд, стоит

уделять внимание динамике инфляционных ожиданий. При продолжении тренда на снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса и отсутствии масштабного ухудшения настроений на глобальных рынках **следующее понижение ставки на 25 б.п. возможно, на наш взгляд, уже на следующем заседании (27 апреля)**. Формулировка о том, что «Банк России завершит переход к нейтральной денежно-кредитной политике в 2018 году» заставляет нас **скорректировать прогноз по ключевой ставке на конец 2018 г. до 6,5%**. При условии сохранения позитивной динамики нефтяных котировок, устойчивости рубля и удержания инфляции заметно ниже целевых уровней мы не исключаем возможность и снижения ключевой ставки в район 6,25-6,5%.

**Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция**


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

## Доходности ОФЗ нейтрально отреагировали на решение ЦБ

В начале февраля мы ожидали, что комментарии регулятора после заседания 9.02.2018 г. относительно возможности более быстрого снижения ключевой ставки, а также макроэкономические факторы будут способствовать активизации покупок ОФЗ. Снижение доходности среднесрочных и краткосрочных ОФЗ мы прогнозировали на 10-15 б.п. Фактическое движение оказалось более существенным. **Доходность ОФЗ срочностью 2-5 лет снизилась за прошедшие 1,5 месяца на 30-40 б.п.** Бумаги с длинной дюрацией снизились в доходности на 13 – 16 б.п. Рост котировок ОФЗ обеспечил главным образом спрос со стороны российских банков и управляющих компаний. **Активизации покупок способствовало сочетание нескольких факторов:**

(1) продолжает снижаться стоимость фондирования российских банков. Максимальная ставка по рублевым вкладам в топ-10 банков снизилась за последний месяц на 30 б.п. Удешевление фондирования повышает интерес банков к покупке ОФЗ на текущем уровне. Управляющие компании при снижении ставок по депозитам увеличивают вложения в ОФЗ, приносящие более высокую доходность.

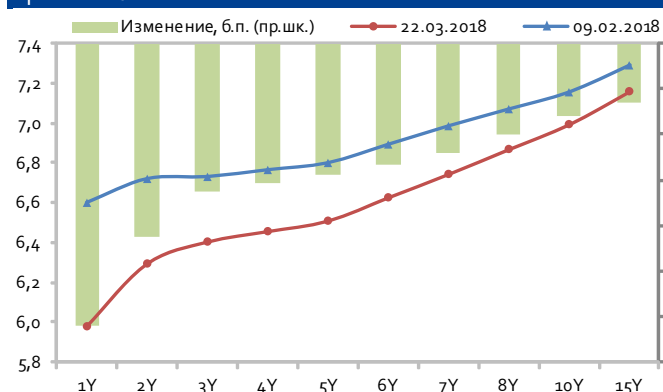
(2) Структурный профицит ликвидности в банковской системе за последний месяц вырос с 3,3 трлн руб. до 4,1 трлн руб. По мере снижения ключевой ставки доходность размещения средств на депозиты в Банке России снижается и банки направляют часть избыточной ликвидности на покупку ОФЗ (хотя доходности на депозитных аукционах все равно заметно превышают доходности к погашению почти на всей кривой в ОФЗ).

(3) Инфляция сохраняется на исторических минимумах – 2,2% в январе и феврале. При такой низкой инфляции вложения в ОФЗ обеспечивают реальную доходность выше 4% годовых.

С учетом изменения рыночной конъюнктуры и риторики регулятора мы пересмотрели прогноз по динамике ключевой ставки и ОФЗ в текущем году. Заявленный переход Банка России к нейтральной денежно-кредитной политике в 2018 г., по нашим оценкам, будет стимулировать дальнейшие покупки в ОФЗ. После увеличения угла наклона кривой ОФЗ за последний месяц, мы считаем длинные выпуски недооцененными и спекулятивно интересными для покупки на горизонте 3 – 5 месяцев. Потенциал снижения доходности бумаг срочностью 5 – 15 лет мы оцениваем на уровне 6 – 12 б.п.

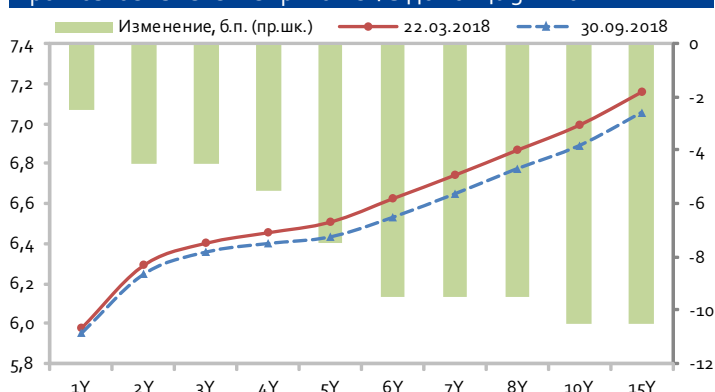
Одновременно с этим мы отмечаем, что во втором полугодии текущего года существуют риски снижения цен на нефть, ослабления рубля и роста инфляции. Реализация указанных рисков, а также ужесточение денежно-кредитной политики мировых центробанков могут привести к коррекции на рынке и вернуть доходности ОФЗ на текущие уровни.

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

Прогнозное изменение кривой ОФЗ до конца 3кв.2018 г.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Курс пары доллар/рубль традиционно слабо отреагировал на объявление решения ЦБ по ставке. Мы по-прежнему считаем, что гораздо большее значение для рубля оказывают внешние условия — отношение глобальных инвесторов ко всей группе emerging markets. При условии постепенной стабилизации внешнего фона в ближайший месяц видим риски обновления минимумов года в паре доллар/рубль (район 55,50-56 руб/долл.).

## PSB RESEARCH

Николай Кащеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

### АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Михаил Поддубский

PoddubskiyMM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

### АНАЛИЗ 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 Нухдин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

## ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов

Операции на финансовых рынках

Руслан Сибяев

FICC

Пётр Федосенко

Еврооблигации

+7 (495) 705-97-57

Константин Квашнин

Рублевые облигации

+7 (495) 705-90-69

Евгений Жариков

ОФЗ, длинные ставки

+7 (495) 705-90-96

Михаил Маркин

Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities

+7 (495) 411-5133

Алексей Кулаков

Павел Демещик

FX, короткие ставки

+7 (495) 705-9758

Евгений Ворошнин

Денежный рынок

+7 (495) 411-5132

Сергей Устиков

РЕПО

+7 (495) 411-5135

### КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина

Операции с институциональными клиентами Fixed Income

+7 (495) 705-97-57

Александр Аверочкин

Филипп Агрчев

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

Татьяна Муллина

Владислав Рима

Максим Сушко

Давид Меликян

Александр Борисов

Олег Рабец

Александр Ленточников

Глеб Попов

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

Центр экспертизы для корпоративных клиентов

Конверсии, Хеджирование, РЕПО,

Структурные продукты, DCM

+7 (495) 228-39-22

Конверсионные и валютные форвардные операции

+7 (495) 733-96-28

Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2018 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.

Содержащиеся в обзоре комментарии и выводы, в том числе, о действиях и политике ЦБ, отражают только позицию аналитиков ПАО «Промсвязьбанк». Комментарии подготовлены на основе данных, размещенных в открытых источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. 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.