

14 сентября 2018 г.

**Наталья Орлова, Ph.D.**

Главный экономист

(+7 495) 795-3677

**Валерия Волгарева**

Аналитик

+7 (495) 780-4724

## Ключевая ставка ЦБ

### Повышение ставки добавляет неопределенности рынку

**ЦБ неожиданно повысил ставку на 25 б. п. до 7,50%, его индикации на будущее неоднозначны:** Решение ЦБ повысить ставку с 7,25% до 7,50% на сегодняшнем заседании завершило цикл понижения ставки. Риторика пресс-релиза была жесткой и прямо говорит о том, что ЦБ будет рассматривать необходимость дальнейшего повышения ставки. Тем не менее, на пресс-конференции заявления главы ЦБ звучали более сбалансированно. Похоже, что дальнейшие решения ЦБ скорее будут зависеть от рыночной конъюнктуры, чем служить якорем для рынка. Иными словами, ЦБ не готов предоставить рынку надежный ориентир, что говорит о росте неопределенности.

**Отказ от покупки валюты по бюджетному правилу до конца года – ключевое решение для рынка:** Помимо решения по ставке ЦБ объявил об отказе от покупки валюты для Минфина по бюджетному правилу до конца этого года, а не до октября, как это предполагалось изначально. Это заявление стало особенно важным для валютного рынка, который отреагировал на него укреплением рубля с 68,4 руб./\$ до 67,6 руб./\$. Это решение делает повышение ставки еще более странным: не понятно, почему дополнительно к прямым мерам контроля за курсом ЦБ решил повысить ставку.

**Оценка ЦБ инфляционных рисков и вытекающее из него повышение ставки противоречит благоприятному прогнозу регулятора по устойчивому платежному балансу:** Сейчас монетарные власти ожидают, что инфляция ускорится до 3,8-4,2% к концу этого года, тогда как ранее прогнозировали 3,5-4,0%; регулятор повысил прогноз роста цен до 5,0-5,5% г/г на 2019 г. (при возможном ускорении инфляции до 6,0% г/г в 1П19), тогда как ранее ожидал, что рост цен временно превысит 4,0%. Тем не менее, свой долгосрочный прогноз по инфляции ЦБ не изменил – как и в прошлом пресс-релизе, он ожидает, что инфляция вернется к уровню 4,0% к 2020 г. Поскольку повышение НДС отражено в официальном прогнозе роста цен еще до предыдущего заседания и поскольку прогноз роста на 2019 год остается умеренным на уровне 1,2-1,7% г/г, то повышение прогноза ЦБ по инфляции в основном отражает трансмиссионный эффект ослабления курса. Однако не понятно, почему ЦБ не рассматривает ослабление рубля как временный фактор, не требующий повышения ставки, – глава ЦБ упомянула сегодня, что до конца этого года профицит текущего счета составит \$30 млрд, тогда как чистые платежи по внешнему долгу – менее \$10 млрд, что играет в пользу укрепления валюты. Повышение ставки на 25 б.п. вряд ли значительно влияет на этот прогноз. Таким образом, позитивный взгляд ЦБ на сочетание текущего счета и счета капитала в ближайшие месяцы противоречит решению регулятора повысить ставку.

**Повышение ставки можно было бы избежать, если бы ЦБ подходил более последовательно к изменению интервенций по бюджетному правилу:** Мы считаем, что решение ЦБ повысить ставку отражает нервозность ЦБ по поводу волатильности курса, что можно было бы избежать при более последовательном подходе к интервенциям по бюджетному правилу. ЦБ отменил покупки валюты как только рынок пострадал от волатильности на глобальных рынках, однако изначально регулятор заморозил покупку валюты всего на одну неделю. После возвращения на рынок на несколько дней ЦБ затем продлил отказ от покупки валюты до конца сентября, что также оказалось недостаточным. Регулятору с самого начала следовало отказаться от покупки валюты до конца года. ЦБ просто недооценил масштаба волатильности курса с самого начала и сейчас чрезмерно отреагировал на это повышением ставки.

**Мы ожидаем, что на следующем заседании ЦБ сохранит ставку без изменений на уровне 7,5%:** Мы по-прежнему считаем, что ЦБ было бы целесообразно не добавлять волатильность рынку своими действиями и не менять ставку, тем более что незначительное повышение не окажет принципиального влияния на курс. Сохранение ставки 26 октября выглядит оптимальным сценарием. В то же время проблема заключается в том, что ЦБ следует за рынком, а рынок остается подверженным высокой волатильности в условиях отсутствия жесткого монетарного якоря. Таким образом, в случае новой волны финансовой паники регулятор может вновь рассмотреть опцию повышения ставки.

**Аналитический отдел** [research@alfabank.ru](mailto:research@alfabank.ru)

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

### Аналитический отдел

Телефон/Факс

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Руководитель Аналитического департамента  
Макроэкономика  
Металлы и горная добыча  
Потребительский сектор, Интернет  
Банки  
Аналитическая поддержка российских клиентов  
Перевод  
Редактор  
Техническая поддержка

Борис Красноженов  
Наталия Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева  
Борис Красноженов, Юлия Толстых  
Александра Мельникова, Олеся Воробьева  
Евгений Кипнис  
Гельды Союнов, Алан Казиев  
Анна Мартынова  
Джон Волш  
Денис Дорофеев

### Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам  
Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Константин Шапшаров, Александр Зоров

(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

### © Альфа-Банк, 2018 г, Все права защищены, Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г,

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации, Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников в, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения, Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч, лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому и инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением, Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации и на территории и других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о так их ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.