

ЦБ: повышение ставки будет, а ослабления рубля ждать не стоит

Российский рынок облигаций
9 декабря 2010 г.

Выводы

В ходе вчерашнего выступления глава ЦБ Сергей Игнатьев озвучил планы Банка России по повышению ставки рефинансирования в ближайшем будущем. Также Игнатьев заявил, что не ожидает ослабления рубля, учитывая растущие цены на нефть и опасения ЦБ относительно притока иностранного капитала.

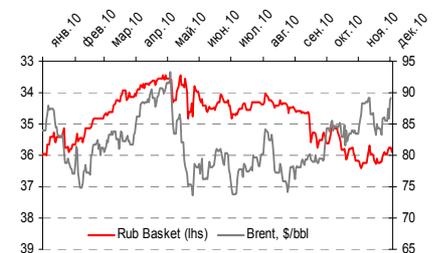
Мы считаем, что предупреждение относительно ставки со стороны ЦБ сгладит негативный эффект от самого решения. Одновременно комментарии по валютному рынку снизят девальвационные ожидания. Избыток ликвидности в 1Кв11 способен вызвать дальнейшее снижение доходностей на рынке рублевого долга. Однако в среднесрочной перспективе рост стоимости заимствований неминует. Поэтому рекомендуем на Новогодние праздники удлинить позиции, а к концу 1Кв сокращать дюрацию портфелей. Для эмитентов – 1 квартал предоставит последнюю возможность привлечь по низким ставкам.

Ставка рефинансирования и ИПЦ



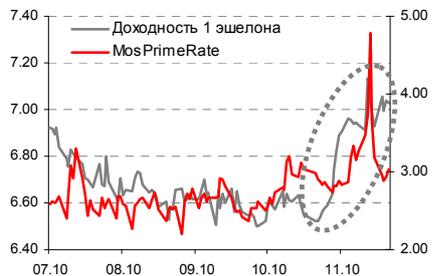
Источник: ЦБ РФ, Отдел исследований Альфа-Банка

Корзина разошлась с нефтью



Источник: Bloomberg

Динамика overnight и ставок 1-го эшелона



Источник: ФБ ММВБ, ЦБ РФ, Отдел исследований Альфа-Банка

ЦБ обещает повысить ставку рефинансирования. Игнатьев лишь подтвердил ожидания независимых аналитиков. Необходимость повышения ставки рефинансирования является очевидной, учитывая, что в ноябре годовой показатель инфляции превысил текущий уровень ставки, а новый официальный прогноз МЭР по инфляции составляет 8,4% в 2010 г, что на 65 б.п. выше ставки рефинансирования. На этом фоне заявление главы ЦБ выглядит логичным. Игнатьев объяснил планы по повышению ставки именно «беспокоящей» инфляцией.

Анонсировав переход к ужесточению монетарной политики, ЦБ одновременно снизил негативный эффект от смены курса для долговых рынков. Вместе с тем, это же сообщение является сигналом для компаний – поторопиться с заимствованиями, поскольку «эра низких ставок» подходит к концу. Вместе с тем, мы не ждем резкого повышения ставок – скорее это будет плавный процесс. ЦБ по-прежнему остается «между молотом и наковальней», пытаясь сдерживать инфляцию и одновременно, не навредить восстановлению после кризиса кредитного рынка. Поэтому, несмотря на ожидания ускорения ИПЦ до 9,5-10,0% в 1П11, мы считаем, что рост ставки рефинансирования будет не столь быстрым по сравнению с темпами инфляции и не превысит 75 б.п.

Инвестиционный анализ

ЦБ не ожидает ослабления рубля, ждет притока капитала. Более важным для инвесторов является посыл ЦБ о том, что заметного ослабления рубля не будет. Регулятор опасается, что в результате повышения процентных ставок Россия станет более привлекательной с точки зрения «carry trade», что приведет к притоку спекулятивных инвесторов. Однако, учитывая, что за 11М10 отток капитала составил \$21 млрд, а сальдо платежного баланса продолжает сокращаться ввиду ускорения роста импорта, потенциал притока капитала, на наш взгляд, ограничен. Тем не менее, снижение девальвационных ожиданий позитивно отразится на внутреннем долговом рынке.

Избыток ликвидности создаст предпосылки для роста долгового рынка в начале 2011 г. Средства, которые поступят в банковскую систему в конце декабря в рамках финансирования бюджетного дефицита (порядка 1,0 трлн руб), создадут навес ликвидности в 1Кв11. В случае стабильности валютного рынка, эти средства поддержат покупательский спрос на внутренних финансовых рынках даже без притока иностранного капитала. Учитывая, что фактор ликвидности в последние месяцы является определяющим для динамики внутреннего долга, мы ждем роста рынка в начале года. Скорее всего, в первые месяцы рынок достигнет «дна» по ставкам. Реакция на ускорение инфляции и повышение ключевой ставки будет отложена до 2Кв.

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерены получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

ЦБ: повышение ставки будет, а ослабления рубля ждать не стоит

ЦБ обещает повысить ставку рефинансирования

Независимые аналитики уже несколько месяцев говорят о перспективе повышения ставки. Действительно, ЦБ зафиксировал ставку на уровне 7,75% в мае 2010 г. Инфляция достигла «дна» в июле, составив 5,5% в годовом исчислении, после чего начался обратный процесс.

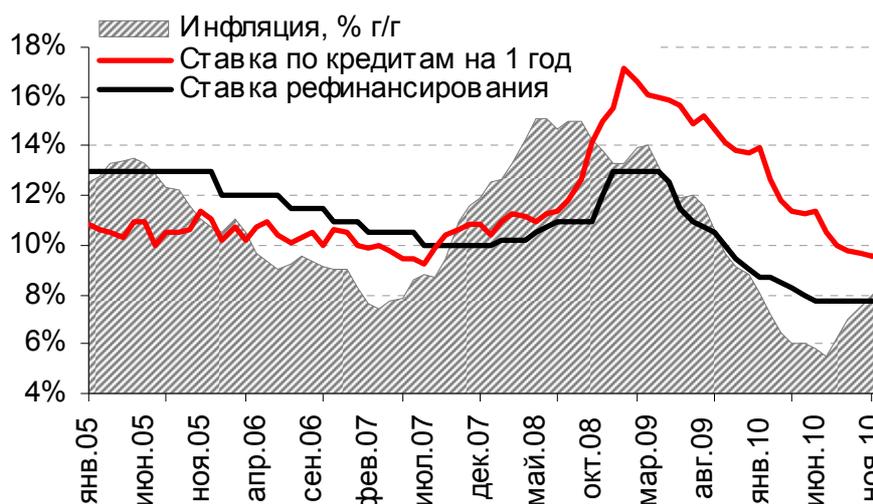
Инфляция превысила ставку рефинансирования в ноябре

Первоначально рост ИПЦ списывали на летнюю засуху, считая временным фактором. Однако после замедления в октябре до 0,6% м/м, ноябрьский ИПЦ вновь начал нарастать, достигнув 0,8% и превысив ставку рефинансирования в годовом исчислении (инфляция в ноябре составила 8,0% г/г). В итоге МЭР было вынуждено пересмотреть свой годовой прогноз, повысив его до 8,4%. Напомним, что предыдущее повышение прогноза – до 8,0% - было сделано с учетом фактора «засухи». Таким образом, новый пересмотр – включает в себя другие составляющие инфляции, в том числе – носящие монетарный характер, что подтвердила глава Минэкономразвития Эльвира Набиуллина.

ЦБ обеспокоен нарастанием инфляции

На этом фоне заявление главы ЦБ выглядит логичным. Игнатьев объяснил планы по повышению ставки именно «беспокоящей» инфляцией. Исторически повышение ставки рефинансирования происходило с лагом в 6-8 месяцев после начала роста ИПЦ. Учитывая, что рост Индекса начался в августе – стоит ожидать повышения ставки рефинансирования в 1Кв11.

Илл 1: Повышение ставки рефинансирования отстает от инфляции



Source: ЦБ РФ, Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

Анонс повышения ставки сгладит реакцию рынков

Анонсировав переход к ужесточению монетарной политики, ЦБ одновременно снизил возможный негативный эффект для долговых рынков, позволив инвесторам «растянуть» реакцию на данное событие.

Повышение ставки в 1П11 не превысит 75 б.п.

Вместе с тем, это же является сигналом для компаний – поторопиться с заимствованиями, поскольку «эра низких ставок» подходит к концу.

Вместе с тем, мы не ждем резкого повышения ставок, несмотря на наш прогноз по ускорению годового показателя инфляции до 9,5-10,0% к середине 2011 г. Банк России по-прежнему находится «между молотом и наковальней». С одной стороны, ускорение ИПЦ вынуждает регулятора ужесточать монетарную политику. С другой, - возникает опасность замедления темпов роста кредитования, рынок которого только недавно начал восстанавливаться после кризиса. Поэтому мы считаем, что повышение ставки рефинансирования в следующем году будет носить плавный характер и не превысит 75 б.п. в 1П11.

ЦБ не ожидает ослабления рубля, ждет притока капитала

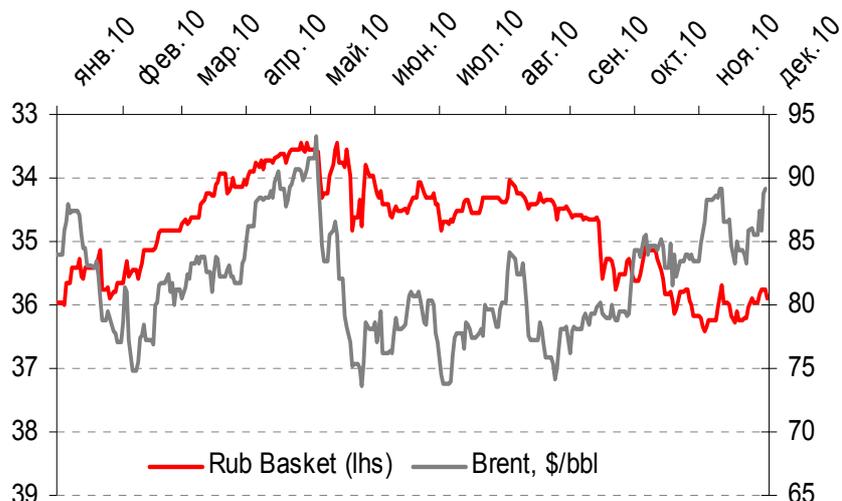
Более важным для инвесторов является посыл ЦБ о том, что заметного ослабления рубля не будет (отметим, что про укрепление регулятор также не говорит). Мнение ЦБ основано на следующих факторах:

- Нефтяные цены возобновили рост после осеннего снижения, достигнув \$90/баррель.
- Активное накопление валюты российскими банками и компаниями для платежей по внешнему долгу, пик которых приходился на 4Кв10, судя по всему, закончилось.
- ЦБ опасается притока иностранного капитала, основываясь, видимо, на повышении привлекательности «carry trade» в условиях растущих процентных ставок.

Опасения притока капитала выглядят спорными

Если первые два утверждения вполне обоснованны, то последнее выглядит достаточно спорным. Учитывая, что за 11М10 отток капитала составил \$21 млрд, а сальдо платежного баланса продолжает сокращаться ввиду ускорения роста импорта, в лучшем случае мы можем надеяться на прекращение оттока капитала. Более того, значимость фактора растущих нефтяных котировок с точки зрения курса рубля в последнее время ослабла.

Илл. 2: Зависимость курса рубля от нефтяных котировок ослабла



Источник: Блумберг, Отдел исследований Альфа-Банка

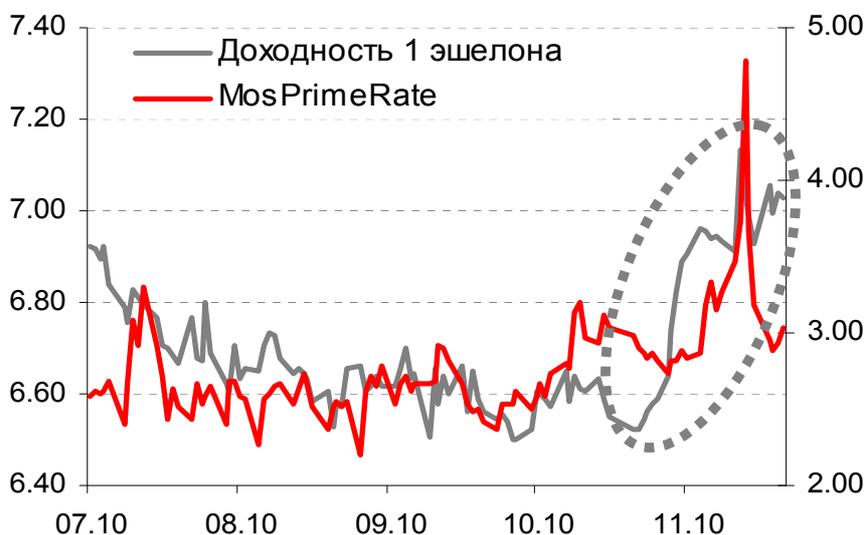
Избыточная ликвидность пойдет на финансовые рынки

Долговой рынок реагирует лишь на изменение ликвидности

Вместе с тем, снижение девальвационных ожиданий позитивно отразится на внутреннем долговом рынке. Средства, которые поступят в банковскую систему в конце декабря в рамках финансирования бюджетного дефицита (около 1 трлн руб по нашей оценке), создадут навес ликвидности в 1Кв11. В случае стабильности валютного рынка, эти средства поддержат покупательский спрос на внутренних финансовых рынках даже без поддержки со стороны иностранного капитала.

Отметим, что долговой рынок является более защищенным, демонстрируя слабую реакцию на международные события. Единственным беспокоящим долговых инвесторов фактором за последние месяцы стало ухудшение рублевой ликвидности. Когда в конце ноября мы столкнулись с сокращением корсчетов и ростом ставок overnight до 4-6%, это практически сразу отразилось на ставках облигаций, вызвав продажи бумаг в 1-ом эшелоне.

Илл 3: Динамика доходностей облигаций 1-го эшелона и ставок overnight



Источник: ФБ ММВБ, ЦБ РФ, Отдел исследований Альфа-Банка

Мы считаем, что избыток ликвидности, который сохранится в начале следующего года, даст хороший импульс для роста котировок долгового рынка. В этом случае даже повышение ставки рефинансирования не повлияет на настроения инвесторов. В настоящее время спред между ставкой РЕПО в ЦБ и доходностью годовых бумаг 1-го эшелона составляет около 120 б.п., что позволяет игрокам безболезненно пережить повышение ставки на 25 б.п.

Таким образом, мы ожидаем роста долгового рынка в начале 2011 г и рекомендуем на новогодние праздники уходить в длинных позициях. Вместе с тем, к концу 1Кв11 ситуация будет постепенно меняться. «Дно» рынка будет достигнуто в начале года. Поэтому в дальнейшем предпочтительнее становятся короткие бумаги, носящие защитный характер и имеющие меньшую ценовую волатильность. Для эмитентов начало года станет лучшим моментом для привлечения заимствований по низким ставкам.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050) Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Станислав Боженко, Ph.D старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121)
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 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 ОАО «Альфа-Банк» (далее — «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, 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 несут 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 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 на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких 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. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.~~