

Заседание Банка России: причин сохранить ставку все больше

Несмотря на замедление недельной инфляции до 0,1%, рост инфляционных ожиданий и рисков в 2016 г., скорее всего, не позволит ЦБ возобновить цикл снижения ключевой ставки в декабре. Вместе с тем, мы сохраняем наш прогноз по уровню ключевой ставки на конец 2016 г. – 8,0%, однако несколько смещаем во времени начало снижения ставки при более плавном смягчении ДКП внутри года.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

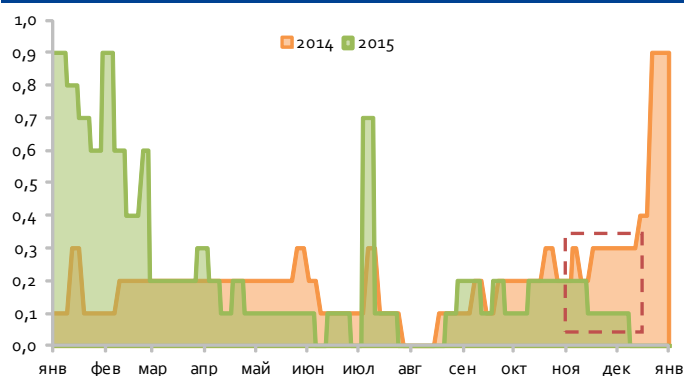
Инфляция под контролем?

Статистика по инфляции в ноябре выглядит достаточно неплохо – инфляция в РФ за неделю с 24 по 30 ноября составила 0,1% третью неделю подряд; за ноябрь рост цен составил 0,8%; в годовом выражении инфляция замедлилась до 15,0% с 15,6% в октябре. При этом прогноз ЦБ по инфляции по итогам года находится на уровне 12%-13%: в случае сохранения декабрьской инфляции на уровне 0,8% м/м (0,2% в неделю) годовой показатель инфляции имеет все шансы на фоне высокой базы декабря 2014 г. уложиться в ожидания регулятора.

Учитывая заявление ЦБ по итогам заседания 30 октября относительно того, что «по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом» Банк России возобновит снижение ключевой ставки, чисто технически от регулятора можно ждать снижения ставки на 50 б.п. в декабре. Вместе с тем, краткосрочный индикатор рыночных ожиданий по ключевой ставке – спрэд между FRA 3х6 и ставкой MosPrime 3М – указывает на ослабление ожиданий инвесторов снижения ставки ЦБ на горизонте 3 месяцев. Так, в середине ноября отрицательный спрэд между данными индикаторами достигал 100 б.п., в то время как в начале декабря скорректировался до 45 б.п.

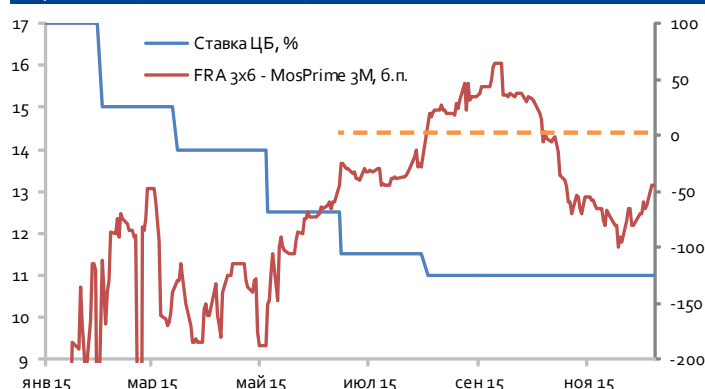
Основная причина – в росте инфляционных рисков, которые могут реализоваться в 2016 г.

Динамика недельной инфляции



Источник: Bloomberg, PSB Research

Спрэд FRA 3х6 - MosPrime 3М, б.п.

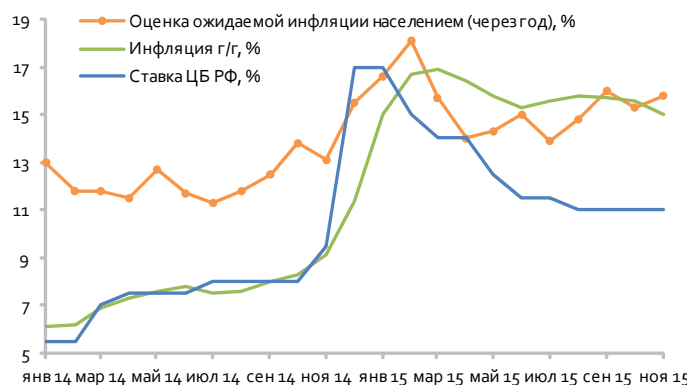


Источник: Reuters, PSB Research

Так, ежемесячный опрос населения по заказу ЦБ свидетельствует об усилении негативных ожиданий россиян по инфляции, экономике и курсу рубля в ноябре. В частности, оценка ожидаемой инфляции через год в ноябре выросла до 15,8% с 15,3% в октябре. Хотя данный показатель остался несколько ниже сентября (16,0%), в ноябре выросла доля респондентов, ожидающих роста цен (на 5 п.п. – до 19%), что является максимальным показателем с февраля 2015 г. При этом увеличилась доля опрошенных, связывающих рост цен с сезонным фактором (Новый Год), а также введением оплаты за проезд грузовиков (система «Платон»). Отметим, что система «Платон», по нашим оценкам, может добавить к годовой инфляции порядка 0,8 п.п. в 2016 г.

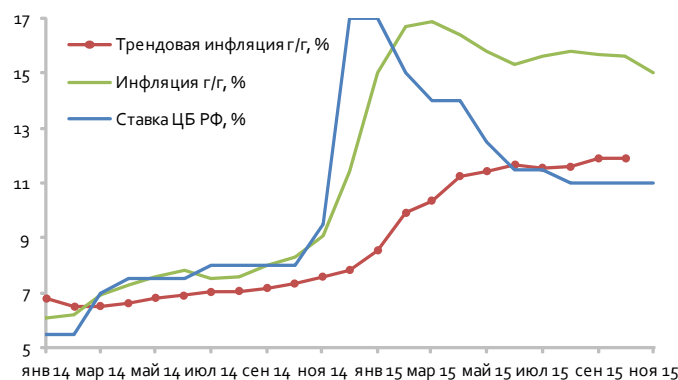
Другой источник беспокойства Банка России – показатель трендовой инфляции, на которую обращает внимание ЦБ РФ в качестве ориентира будущей среднесрочной инфляции: трендовая инфляция третий месяц остается на уровне 11,9%, что по-прежнему не дает четкого сигнала к возобновлению цикла снижения ставки. При этом в ежемесячном мониторинге за ноябрь «О чем говорят тренды» экономисты ЦБ РФ отмечают, что «сохранение в течение продолжительного времени трендовой инфляции на высоком, превышающем ключевую ставку, уровне может привести к закреплению высоких инфляционных ожиданий».

Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Кроме того, российские санкции относительно турецких овощей и фруктов вкупе с высокими инфляционными ожиданиями не добавляют оптимизма. Хотя с учетом доли санкционных турецких товаров мы оцениваем вклад в годовую инфляцию на уровне 0,2 п.п. (оценка ЦБ РФ – 0,2,-0,4 п.п.), Банк России отмечает, что «усиление таможенного контроля за импортом из Турции по всей товарной номенклатуре создает дополнительные риски роста цен».

Внешние риски: источник волатильности нефти

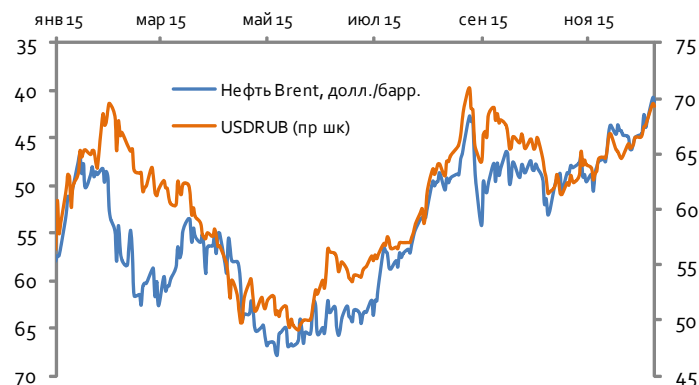
Новый виток снижения цен на нефть после заседания ОПЕК 4 декабря создает дополнительные риски курсовой устойчивости для рубля и ускорения инфляции за счет валютного фактора. Так, цены на нефть упали до минимумов с декабря 2008 г. после неоднозначного решения ОПЕК, фактически легализовавшего увеличение объемов добычи и подчеркнувшего беспомощность входящих в картель стран повлиять на баланс спроса-предложения на рынке. Фактически это означает, что борьба за долю нефтяного рынка продолжится, а период низких цен на нефть затянется.

Способствовать смене настроений, на наш взгляд, может лишь заседание ФРС 16 декабря, однако и здесь не исключен неприятный для инвесторов сюрприз, учитывая последний блок статданных по рынку труда и заверения представителей ФРС о необходимости ужесточения денежно-кредитной политики с целью смягчения последствий будущей рецессии.

На этом фоне рубль достиг минимумов августа – начала сентября 2015 г., превысив 69 руб./долл. В то же время поддержку рублю по-прежнему оказывает низкий спрос на валюту, как со стороны населения, так и юридических лиц, в результате чего рублевая стоимость Urals (2600 руб./барр.) остается существенно ниже «бюджетных» уровней 2015 и 2016 гг. (3075 и 3165 руб./барр. соответственно). При этом дороговизна рубля относительно нефти уже начала беспокоить Минфин – по мнению главы ведомства Антона Силуанова, если текущая ситуация с ценами на нефть и газ и курсом рубля сохранится, то недополучение доходов в 2016 г. может составить порядка 960 млрд руб.

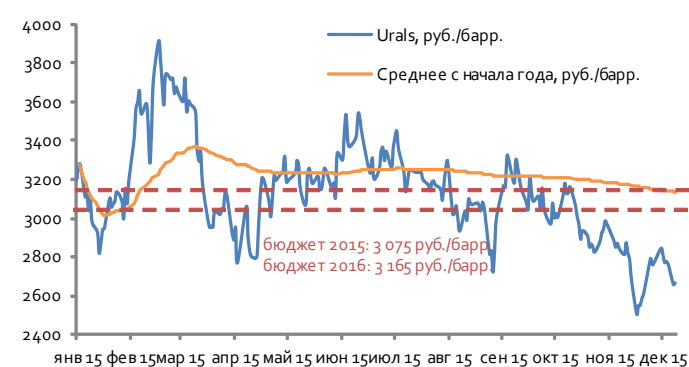
В результате, снижение ставки ЦБ в условиях возросшей турбулентности на сырьевых площадках может стать триггером для переоценки рубля, что, несмотря на «нормализацию» бюджетных доходов, неизбежно приведет к дальнейшему росту инфляционных ожиданий, что противоречит политике регулятора.

Рубль и цены на нефть



Источник: Bloomberg, PSB Research

Нефть Urals в рублях



Источник: Bloomberg, PSB Research

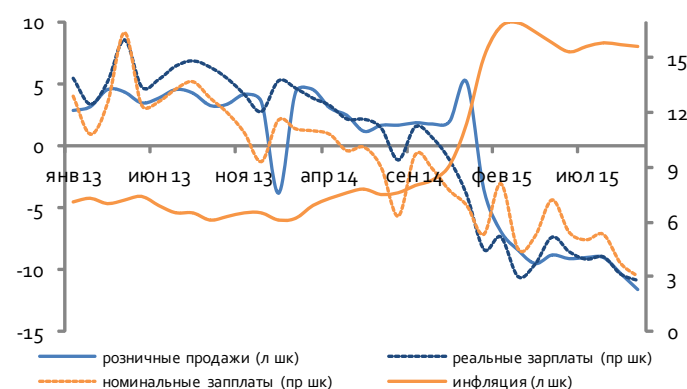
Поддержка экономики: адаптация продолжается

Что касается фактора поддержки экономики со стороны Центробанка через снижение ключевой ставки, то «слабым звеном» остается потребительский спрос. В частности, падение розничных продаж в реальном выражении в октябре составило 11,7% (г/г) на фоне снижения реальных доходов (-5,6% по итогам октября 2015 г.) и реальных зарплат (-10,9%) населения.

Вместе с тем, снижение промпроизводства в РФ стабилизировалось: в октябре снизилось на 3,6% г/г после падения на 3,7% в сентябре. Инвестиции в основной капитал в октябре 2015 г. сократились на 5,2% г/г; за январь-октябрь 2015 г. упали на 5,7% г/г, что заметно лучше ожиданий Минэкономразвития на 2015 г. (падение на 9,9%). В результате, на наш взгляд, на фоне продолжающейся адаптации экономики РФ к новым экономическим реалиям острой необходимости в срочном снижении ставки (без оглядки на рост инфляционных рисков) у ЦБ нет.

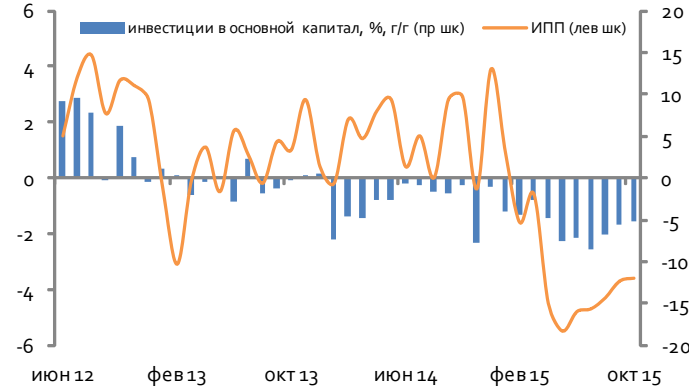
Кроме того, снижение ставки на 50 б.п. ситуацию в экономике принципиально не улучшит. Так, например, средняя стоимость короткого (до 1 года) фондирования для крупнейших банков через корпоративные депозиты и депозиты населения уже опустилась ниже 10%, что на 100 б.п. ниже уровня ключевой ставки.

Розничные продажи и доходы населения, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Темпы роста промышленного производства и инвестиций



Источник: Bloomberg, PSB Research

Наши ожидания и рекомендации

Несмотря на замедление недельной инфляции до 0,1%, рост инфляционных ожиданий и рисков в 2016 г., скорее всего, не позволит ЦБ возобновить цикл снижения ключевой ставки в декабре (останется на уровне 11%). При этом мы сохраняем наш прогноз по уровню ключевой ставки на конец 2016 г. – 8,0%, однако несколько смещаем во времени начало снижения ставки при более плавном смягчении ДКП внутри года. В частности, ждем возобновление цикла снижения ставки в конце января на 50 б.п. при сохранении данного шага на последующих заседаниях (по итогам I квартала 2016 г. – 10,0%, II квартала – 9,0%, III квартала – 8,5%, IV квартала – 8,0%).

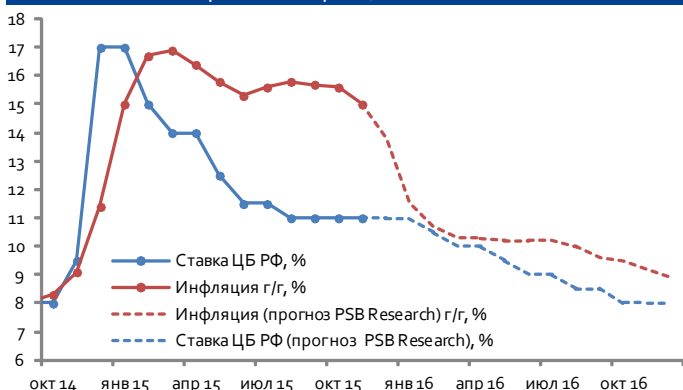
Учитывая стремительное развитие событий, как на сырьевых площадках, так и в сегменте геополитики, необходимо отметить, что данный прогноз справедлив в отсутствии новых продовольственных санкций, а также наших ожиданий по среднегодовой стоимости нефти Brent в 2016 г. на уровне 47 долл./барр., что на 7,8 долл./барр. ниже по сравнению с текущим годом. На наш взгляд, в этом случае инфляция по итогам 2016 г. замедлится до 8,9%, в результате чего реальные ставки продолжают оставаться отрицательными.

Что касается рынка ОФЗ, то при сохранении среднесрочных ожиданий возобновления цикла снижения ставки ЦБ доходности госбумаг продолжат торговаться с отрицательным спредом к текущему уровню ставки. Кроме того, коррекцию рынка сдерживает снизившаяся ликвидность бумаг при ограниченном предложении длинных выпусков (Минфин на этот год полностью выполнил программу заимствований по ОФЗ со сроком погашения более 10 лет). Вместе с тем, на фоне сохранения ставки Банком России 11 декабря по-прежнему не исключаем рост кривой госбумаг на среднем участке кривой до 10,35%-10,5% годовых и до 9,8%-10,0% по длинным ОФЗ, что можно будет использовать для наращивания позиции в госбумагах в рамках среднесрочных стратегий.

Также рекомендуем обратить внимание на 10-летний флоутер ОФЗ 29006, который относительно уровней кривой ОФЗ-ПД выглядит наиболее интересно. На фоне «дороговизны» длинных ОФЗ-ПД по-прежнему рекомендуем частично перераспределить позицию в пользу флоутеров.

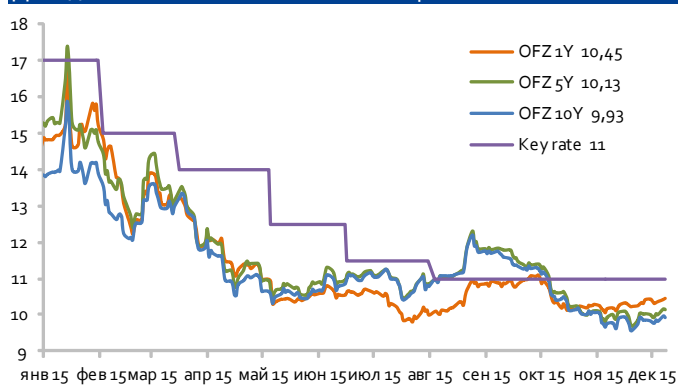
Котировки инфляционного выпуска ОФЗ-ИН продолжают консолидироваться вблизи уровня реальной доходности 2,6% годовых (99,48 по цене). На наш взгляд, относительно уровня реальной доходности текущие котировки ОФЗ-ИН выглядят справедливо – реальная доходность остается вблизи значений бенчмарков Турции (2,52%) и Мексики (2,84%). Рекомендуем держать бумаги в портфеле на фоне повышения инфляционных рисков.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: Bloomberg, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: Bloomberg, PSB Research

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 Кашеев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
--	---------------	-----------------------------------

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

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
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

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

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12
Дмитрий Иванов	Ivanovdv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35
Константин Квашнин	Kvashninkd@psbank.ru	+7 (495) 705-90-69
Сибяев Руслан	sibaevrd@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
Борис Холжигитов	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34
Устинов Максим	ustinovmm@psbank.ru	+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7(495) 411-51-34
Александр Сурпин	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили	DavitashviliVM@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

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

© 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.