

Решение ЦБ РФ: инфляционные риски остаются в фокусе

Банк России на заседании в пятницу ожидаемо сохранил ключевую ставку на уровне 11% годовых на фоне роста волатильности на глобальных рынках, в то время как «ослабление рубля оказывает проинфляционное давление и способствует росту инфляционных ожиданий, несмотря на замедление годовой инфляции». При этом регулятор не исключил ужесточения денежно-кредитной политики в случае усиления инфляционных рисков. На наш взгляд, более жесткая политика ЦБ будет выражаться в переходе реальной ставки в положительную зону. Так, по итогам 2016 г. ожидаем, что ключевая ставка будет снижена до уровня 9,5% при замедлении инфляции до 8,1%-8,5%.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Алексей Егоров
egorovAV@psbank.ru

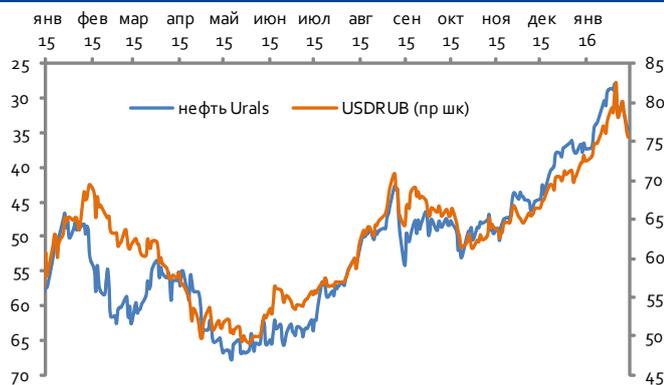
Регулятор ожидаемо решил сохранить ставку

Как мы ранее предполагали, турбулентность на глобальных рынках в начале года не позволила Банку России возобновить цикл снижения ключевой ставки в январе (см. наш обзор: [Решение ЦБ РФ: волатильность рынков не даст снизить ставку](#) от 26.01.2016 г.). В своем пресс-релизе ЦБ отмечает, что «на фоне новой волны снижения нефтяных цен месячные темпы роста потребительских цен стабилизировались на высоком уровне. Повысился риск ускорения инфляции».

В частности, уже в декабре 2015 г. в рамках ежемесячных опросов, медианное значение ожидаемой инфляции населением через год увеличилось (на 0,6 п.п.) и составило 16,4% - максимум с января-февраля 2015 г. Трендовая инфляция (очищенный от разовых факторов показатель среднесрочной инфляции) за декабрь снизилась до уровня 11,1%, что по-прежнему оставалось выше уровня ключевой ставки.

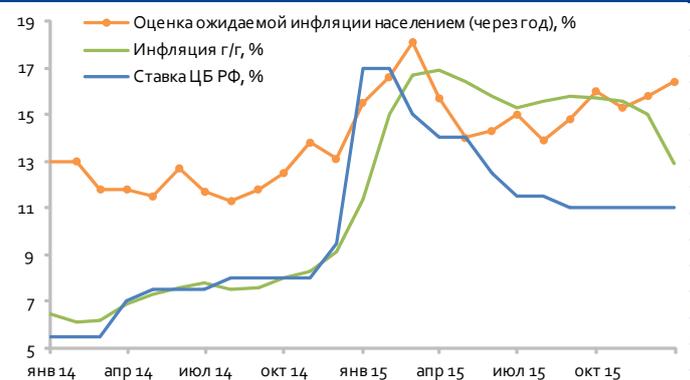
Высокая волатильность на локальном валютном рынке при обновлении рублем исторических максимумов могли лишь усилить инфляционные ожидания населения и замедлить снижение трендовой инфляции.

Рубль и цены на нефть Brent



Источник: Bloomberg, PSB Research

Инфляционные ожидания населения

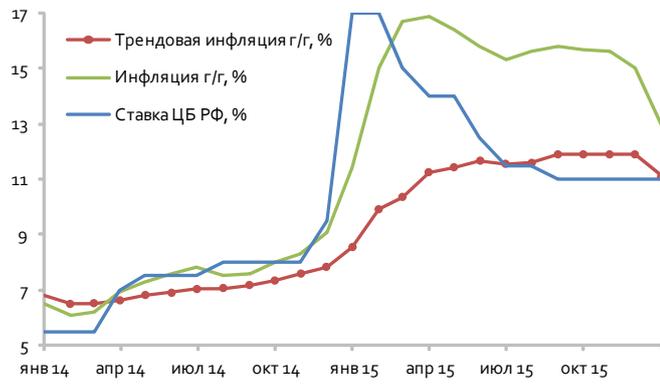


Источник: Bloomberg, PSB Research

На фоне сохранения проинфляционного давления из-за падения цен на нефть и ослабления рубля Банк России уточнил срок достижения целевого уровня 4% по инфляции в конце 2017 г., отметив рост рисков отклонения инфляции от данной цели. При этом в декабрьском пресс-релизе регулятор ожидал замедление инфляции до 6% к концу 2016 г. Теперь ЦБ ждет, что инфляция снизится до менее 7% в январе 2017 г.

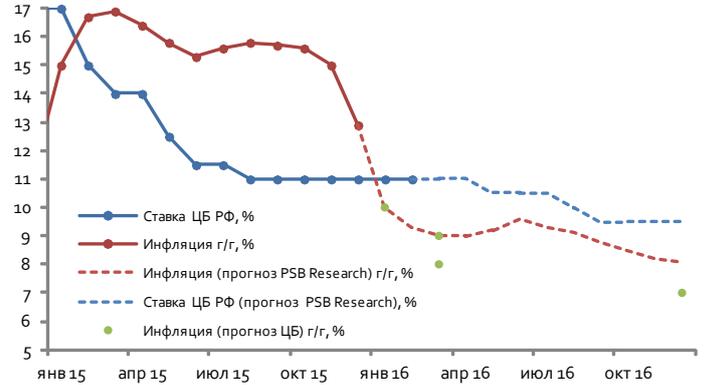
По итогам января ЦБ ожидает замедления инфляции до примерно 10%, а I кв. - до 8-9% в годовом выражении, указывая на риски ускорения инфляции во II кв. из-за эффекта низкой базы. Данная оценка в целом близки к нашим ожиданиям – по итогам I кв. ожидаем замедления инфляции до 9,0%-9,3% при ее ускорении до 9,6%-10,3% во II кв. Напомним, месячная инфляция 2015 г. в мае и июне за счет укрепления рубля опускалась до исторического минимума – 0,35% и 0,19% соответственно, что и формирует низкую базу по инфляции во II кв.

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция

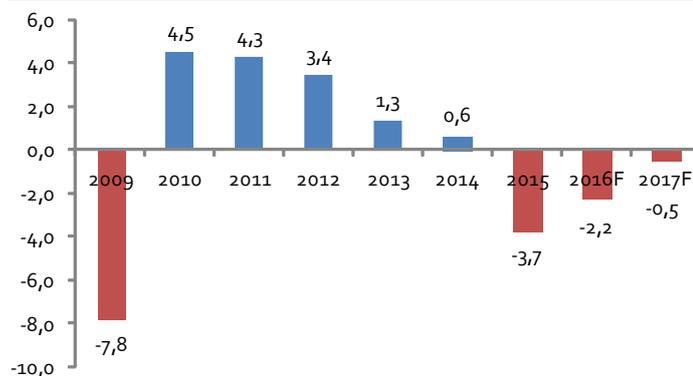


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

При этом Банк России из своего пресс-релиза исключил фразу относительно возобновления снижения ставки на одном из ближайших заседаний указав, что «в случае усиления инфляционных рисков Банк России не исключает ужесточения денежно-кредитной политики».

На наш взгляд, пока риски повышения ставки невысоки. Однако более жесткая политика ЦБ будет выражаться в переходе реальной ставки (за вычетом инфляции) в положительную зону. Так, если практически весь прошлый год реальная ставка ЦБ была отрицательной, то уже по итогам января 2016 г. данная парадигма изменится. В целом по году ожидаем, что ключевая ставка будет снижена до уровня 9,5% при замедлении инфляции до 8,0%-8,5%. При этом, ждем возобновления цикла снижения ставки не ранее апрельского заседания на 50 б.п. по мере дальнейшего замедления, как фактической, так и трендовой инфляции, а также снижения волатильности на рынке энергоносителей и локальном валютном рынке.

Прогноз динамики ВВП РФ, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Относительно экономики регулятор отмечает, что «потребуется дальнейшая адаптация платежного баланса и экономики к понизившемуся уровню мировых цен на основные товары российского экспорта. Как результат, в 2016 г. снижение ВВП будет более значительным, чем прогнозировалось ранее в базовом сценарии». Банк России ожидает, что «темп прироста ВВП выйдет в положительную область в 2017 г., но будет низким». Ранее ЦБ РФ ожидал

замедление падения ВВП в 2016 г. до 0,5%-1,0% при переходе к росту также в 2017 г. на уровне 0,0%-1,0%.

Наша оценка динамики ВВП РФ более негативная – снижение экономики на 2,2% в 2016 г. и на 0,5% в 2017 г. при переходе к росту лишь в 2018 г.

Рубль нейтрально отреагировал на решение ЦБ

Решение Банка России о сохранении ключевой ставки на прежнем уровне не отразилось на настрое инвесторов на локальном валютном рынке. Следует отметить, что с начала января политика ЦБ по предоставлению либо абсорбированию ликвидности, приводящая к изменению ставок МБК, оказывает минимальное влияние на курс рубля. На рубль в настоящий момент в большей степени влияет нефть, которая накануне заседания ЦБ продемонстрировала неплохой рост, что стало поводом для усиления позиций.

В целом, мы полагаем, что до мартовского заседания рубль еще может продемонстрировать волатильность. Тем не менее, мы ожидаем, что в феврале – первой половине марта рубль продемонстрирует умеренное крепление относительно текущих уровней. Курс доллар в этот период вполне может приблизиться к отметке 70 руб. по отношению к доллару.

На фоне ожидаемых более низких цен на энергоресурсы в 2016 г. мы повышаем наш прогноз среднегодового курса рубля до уровня 73,37 руб. по отношению к доллару. При этом ждем сохранения повышенной волатильности на валютном рынке, что будет способствовать более консервативному подходу ЦБ к денежно-кредитной политике.

Динамика цены на нефть в рублях



Источник: Reuters, PSB Research

ОФЗ: пресс-релиз регулятора приостановил рост котировок

На прошлой неделе доходности ОФЗ краткосрочно достигали паритета с уровнем ключевой ставки, после чего на фоне восстановления нефтяных цен достаточно резко опустились на 80-90 б.п. ниже. Сценарий на рынке ОФЗ августа-сентября 2015 г., когда уровень кривой превысил ключевую ставку, не реализовался; разворот глобальных рынков спровоцировал закрытие коротких позиций на рынке госбумаг.

В результате, на сегодняшних торгах кривая ОФЗ достигала на среднем участке уровня 10,1% годовых по доходности и 10,0% годовых – по долгосрочным ОФЗ. После выхода достаточно сдержанного пресс-релиза ЦБ кривая госбумаг скорректировалась в пределах 10-15 б.п. вверх.

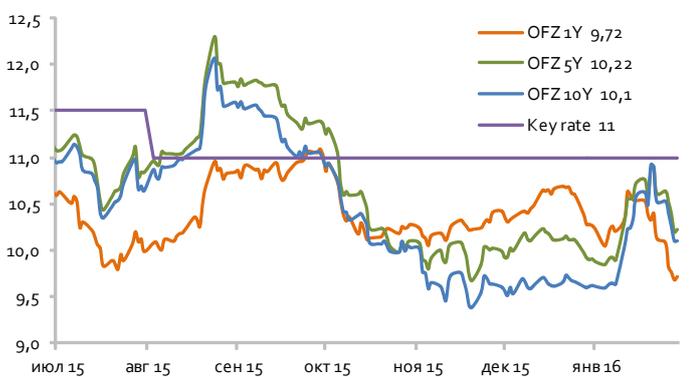
При этом на горизонте 1 год при ожидании снижения ставки до 9,5% в 2016 г. текущие уровни доходности госбумаг в условиях повышенной волатильности выглядят уже не слишком интересно. В этом ключе дальнейший рост котировок

ОФЗ-ПД будет увеличивать перегретость рынка после прошедшей на этой неделе коррекции.

Дальнейший сдвиг ожиданий относительно смягчения ДКП ЦБ негативно отразится на оценке флоутеров. На текущий момент 9-летние и 4-летние бумаги торгуются выше 103 фигуры. С учетом более консервативного подхода регулятора к изменению ставки ЦБ при текущем положении кривой ОФЗ-ПД котировки данных флоутеров выглядят завышенными.

Котировки инфляционного выпуска ОФЗ-ИН после коррекции в начале января вернулись к уровню реальной доходности 2,6% годовых (99,5 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 (2,9%). Вместе с тем, на фоне перехода реальной доходности ОФЗ-ПД в положительную зону по-прежнему не исключаем коррекцию ОФЗ-ИН ближе к уровню доходности Мексики.

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



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.