

Политика ЦБ РФ и международный опыт: ждем снижения ставки 13 марта



Промсвязьбанк

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

11 марта 2015 г.

Резкое повышение ключевой ставки ЦБ РФ в декабре 2014 г. до 17% смогло стабилизировать ситуацию на валютном рынке и позволить регулятору уже на январском заседании снизить ставку до 15%. Мы провели исследование аналогичных действий мировых Центробанков: в целом, регуляторы начинали снижать ставки до момента фактического замедления инфляции, действуя на опережение. Учитывая международный опыт и текущую рыночную конъюнктуру, мы ожидаем дальнейшего снижения ключевой ставки – на 100-200 б.п. на мартовском заседании при перспективе ее снижения до 10%-11% к концу 2015 – началу 2016 г.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Международный опыт

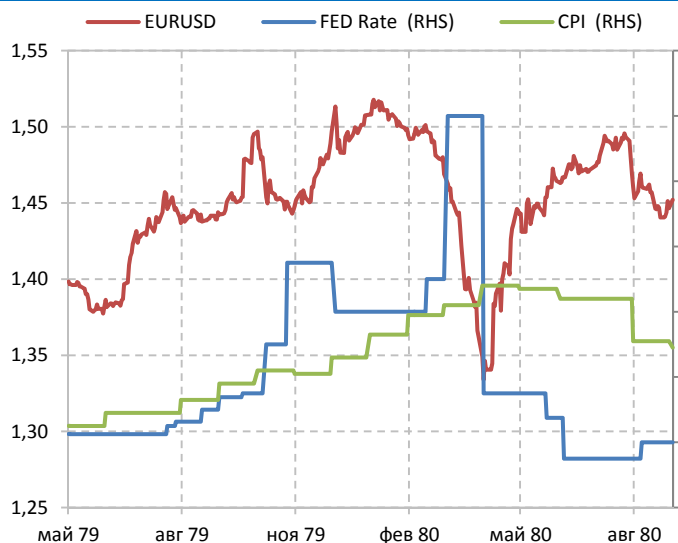
Резкое повышение ставок для приостановки девальвации национальных валют или борьбы с инфляцией достаточно распространенная мера при кризисных ситуациях. В данном обзоре мы рассмотрели 8 примеров применения данной стратегии Центробанками, наиболее показательные из которых, на наш взгляд, - повышение ключевой ставки ФРС США в 1980 г., а также пример ЦБ Турции в начале 2014 г. (исследование по более широкой выборке примеров затруднено в связи с отсутствием исторических данных).

Хотя каждый конкретный случай резкого повышения ставок и дальнейшего их снижения имеет свои причины и последствия, из рассмотренной выборки примеров можно сделать следующие выводы. Во-первых, **срок удержания ставок на стрессовых уровнях до момента начала цикла снижения составлял от 1 до 7 месяцев** (исключением является Нигерия, где ставка не была снижена). Во-вторых, **снижение ставок зачастую не было связано с началом фактического замедления инфляции** – регуляторы предпочитали действовать на опережения, снижая ставку после стабилизации ситуации на валютном рынке. В результате, действия Банка России вполне соответствуют исторической практике регуляторов по реагированию в критических ситуациях.

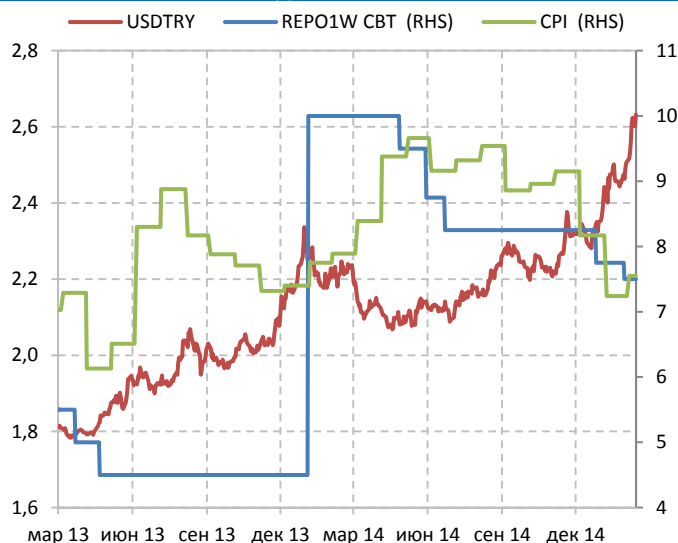
Классическим примером борьбы с инфляцией является политика **ФРС США** в конце 1970-х – начале 1980-х гг. Плавное повышение ставок с середины 1970-х годов не давало должных результатов, в то время как нефтяной кризис спровоцировал в США рост инфляции выше 14% в 1980 г., что стало триггером для резкого повышения ставки ФРС в начале марта 1980 г. с 15% до 20%. Доллар относительно корзины валют современного ЕС в течение месяца укрепился на 10%, что позволило ФРС снизить ставку до 11,5% уже к 1 апреля 1980 г. Тренд по инфляции при этом изменился лишь в мае.

Декабрьское решение российского ЦБ было во многом схоже с действием **турецкого регулятора**, который в начале 2014 года принял решение о повышении ключевой ставки с 4,50% до 10%, то есть на 5,50 п.п. одновременно. Ужесточение денежно-кредитной политики привело к укреплению турецкой лиры на 10% против ослабления ранее на 18-20%. К плавному понижению ставки ЦБ Турции приступил через 3 месяца и к середине года понизил ее до уровня 8,25%. Снижение ставки также опередило смену тренда по инфляции.

США 1980 г.



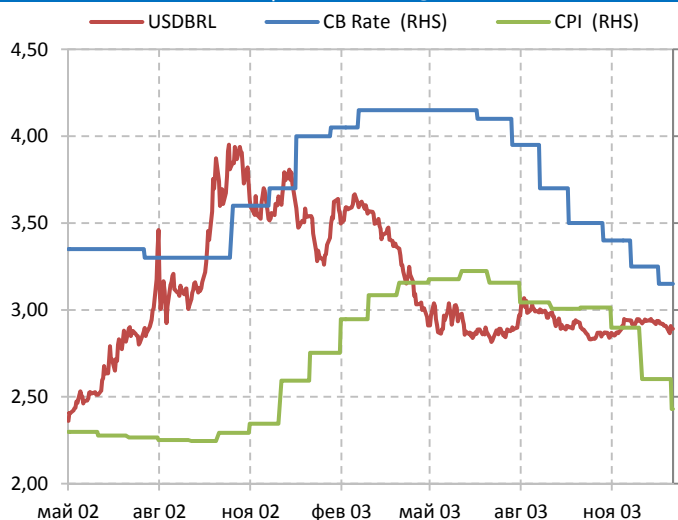
Турция 2014 г.



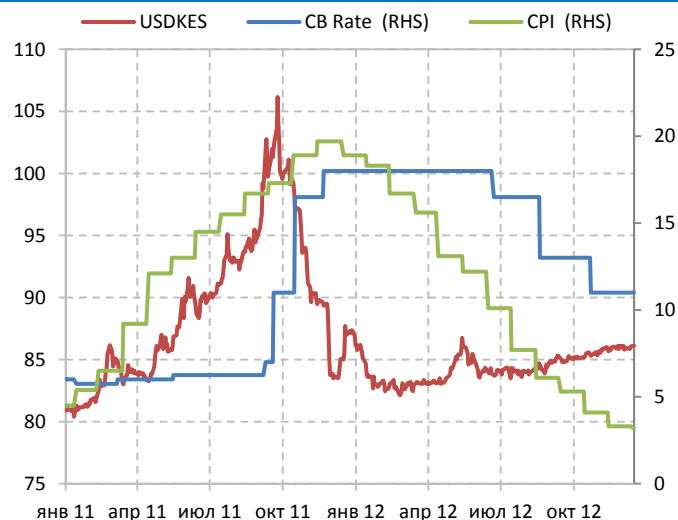
Источник: Bloomberg

Источник: Bloomberg

Бразилия, 2003 г.



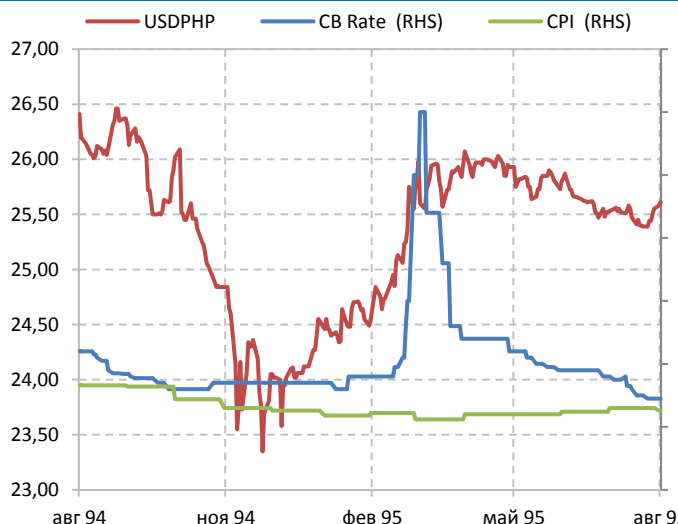
Кения, 2011 г.



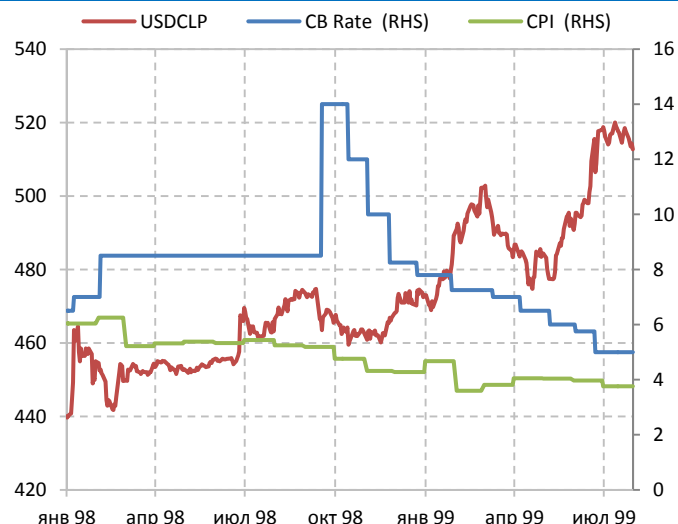
Источник: Bloomberg

Источник: Bloomberg

Филиппины, 1995 г.



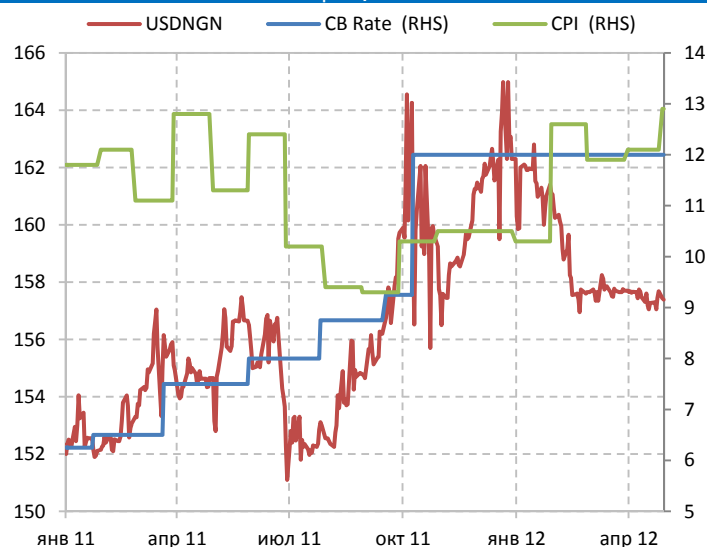
Чили, 1998 г.



Источник: Bloomberg

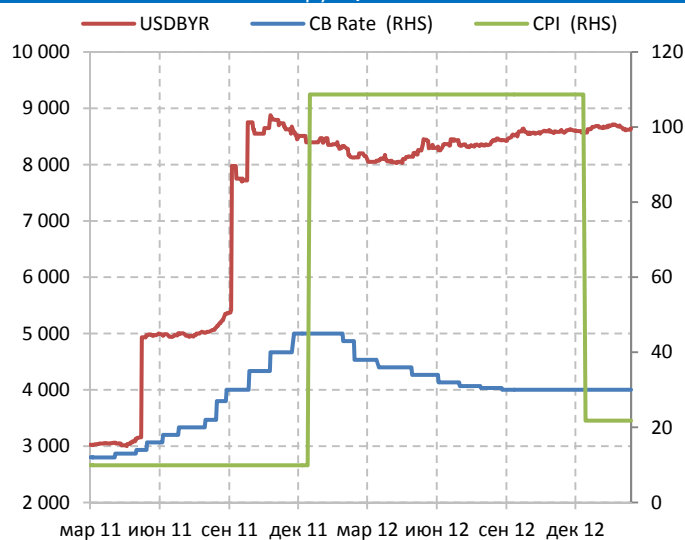
Источник: Bloomberg

Нигерия, 2011 г.



Источник: Bloomberg

Беларусь, 2011 г.



Источник: Bloomberg

Бразильский регулятор традиционно действует более консервативно – динамика ставок фактически полностью повторяет тренд по инфляции. При этом на примере 2002-2003 гг. повышение ставки ЦБ Бразилии в течение 3 месяцев на 850 б.п. смогло стабилизировать курс бразильского реала, который укрепился с ноября 2002 г. по июнь 2003 г. на 25%.

Резкое повышение ставки **ЦБ Кении** в конце 2011 г. также смогло предотвратить девальвацию национальной валюты. При этом к снижению ставок регулятор приступил только через 7 месяцев, дождавшись устойчивого тренда по снижению инфляции. Кенийский шиллинг за этот период укрепился на 20%.

Повышение ставок **ЦБ Филиппин и Чили** 1995 г. и 1998 г. соответственно в первую очередь были направлены на поддержку национальной валюты, что удалось достичь лишь частично. В данных примерах Центробанки удерживали ставки на стрессовых уровнях достаточно короткое время – порядка 1 месяца.

Повышение ставки **ЦБ Нигерии** в 2011 г. в течение трех месяцев на 400 б.п. смогло стабилизировать валютный курс, однако регулятор так и не решился пойти на снижение ставок.

Даже в случае достаточно закрытой экономики **Беларуси** повышение ставок смогло оказать позитивное влияние на национальную валюту после «плановой» девальвации в конце 2011 г. – курс белорусского рубля предпринимал попытки к укреплению в период высоких ставок (порядка 40%).

Политика Банка России: ждем дальнейшего снижения ставок.

Снижение ставки ЦБ РФ до 15% на январском заседании стало несколько неожиданным в свете заявлений регулятора о начале снижения ставок лишь при формировании устойчивой тенденции к снижению инфляции и инфляционных ожиданий, в то время как рост инфляции лишь набирал силу.

Как мы отмечали ранее (см. обзор «Политика Банка России: смена приоритетов?» от 19.02.2015 г.), неофициальное заявление председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной на встрече с представителями коммерческих банков в пансионате «Бор» 12 февраля 2015 г. расставило все по

своим местам – в условиях резко изменившейся конъюнктуры для Центробанка помимо инфляции основными ориентирами в вопросе изменения ключевой ставки являются также курсовая стабильность и поддержка экономики.

Текущая галопирующая инфляция (16,7% по итогам февраля) – это эффект девальвации рубля конца 2014 г. на фоне низкой базы прошлого года, и повлиять на нее монетарными факторами практически невозможно. Снижение потребительского спроса (падение розничных продаж в январе составило 4,4% к январю 2014 г.) на фоне падения реальных доходов населения (на 8% в январе) станет **дополнительным фактором замедления инфляции к концу года (наш прогноз по итогам года – 12%) и дальнейшем ее замедлении в начале 2016 г.**

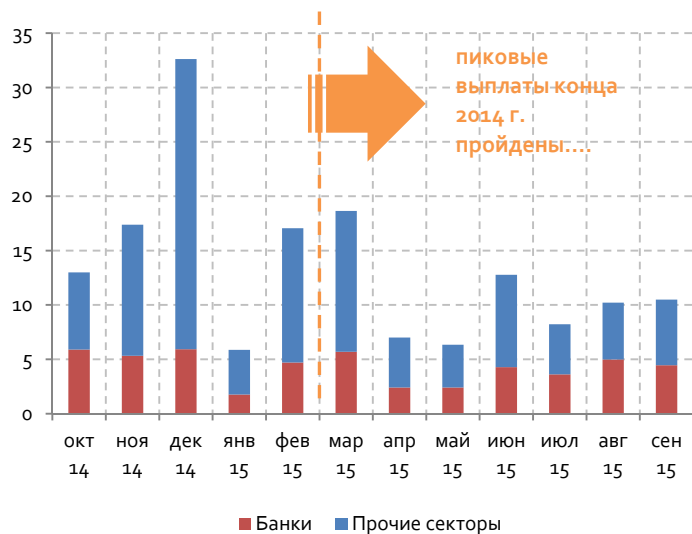
Что касается курсовой стабильности, то **рубль уже адаптировался к новым реалиям нефтяных цен, и его волатильность снизилась.** Немаловажным фактором девальвации рубля в конце прошлого года выступили платежи по внешнему долгу при закрытии международных рынков капитала – на текущий момент пиковые выплаты по внешнему долгу пройдены. Март при этом фактически последний месяц с высокими выплатами по долгу – порядка 19 млрд долл., в то время как лимит по валютным инструментам ЦБ в размере 50 млрд долл. выбран банками лишь на 63%. В результате мы не ждем повторения декабрьского шока на валютном рынке.

В этом ключе **очевидным фактором для Банка России является необходимость поддержки экономики через запуск кредитования.**

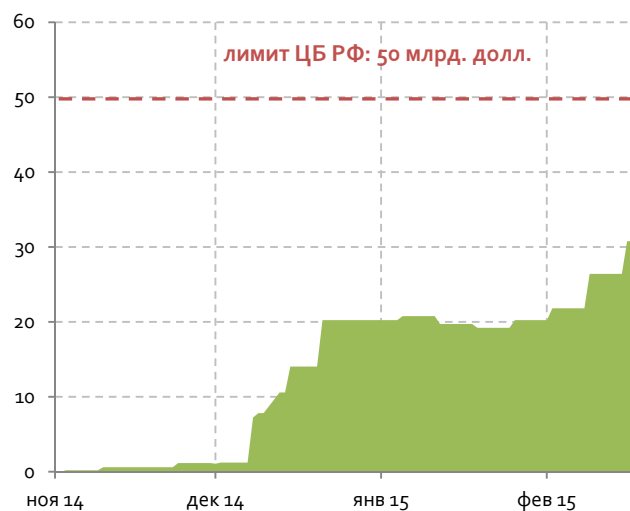
В результате, мы рассмотрели два сценария действия ЦБ РФ по ключевой ставке до конца года – «базовый» сценарий, который предполагает более активное снижение ставок, несмотря на сохранение высокой инфляции в течение большей части года, и «консервативный», который в большей степени позволит сохранить инфляционные и девальвационные риски под контролем.

В результате в рамках «базового» сценария на заседании ЦБ РФ 13 марта ждем очередного снижения ключевой ставки на 100-200 б.п. – до 13%-14% при снижении до 10%-11% в конце 2015 г. – начале 2016 г.

График выплат по внешнему долгу, млрд долл.



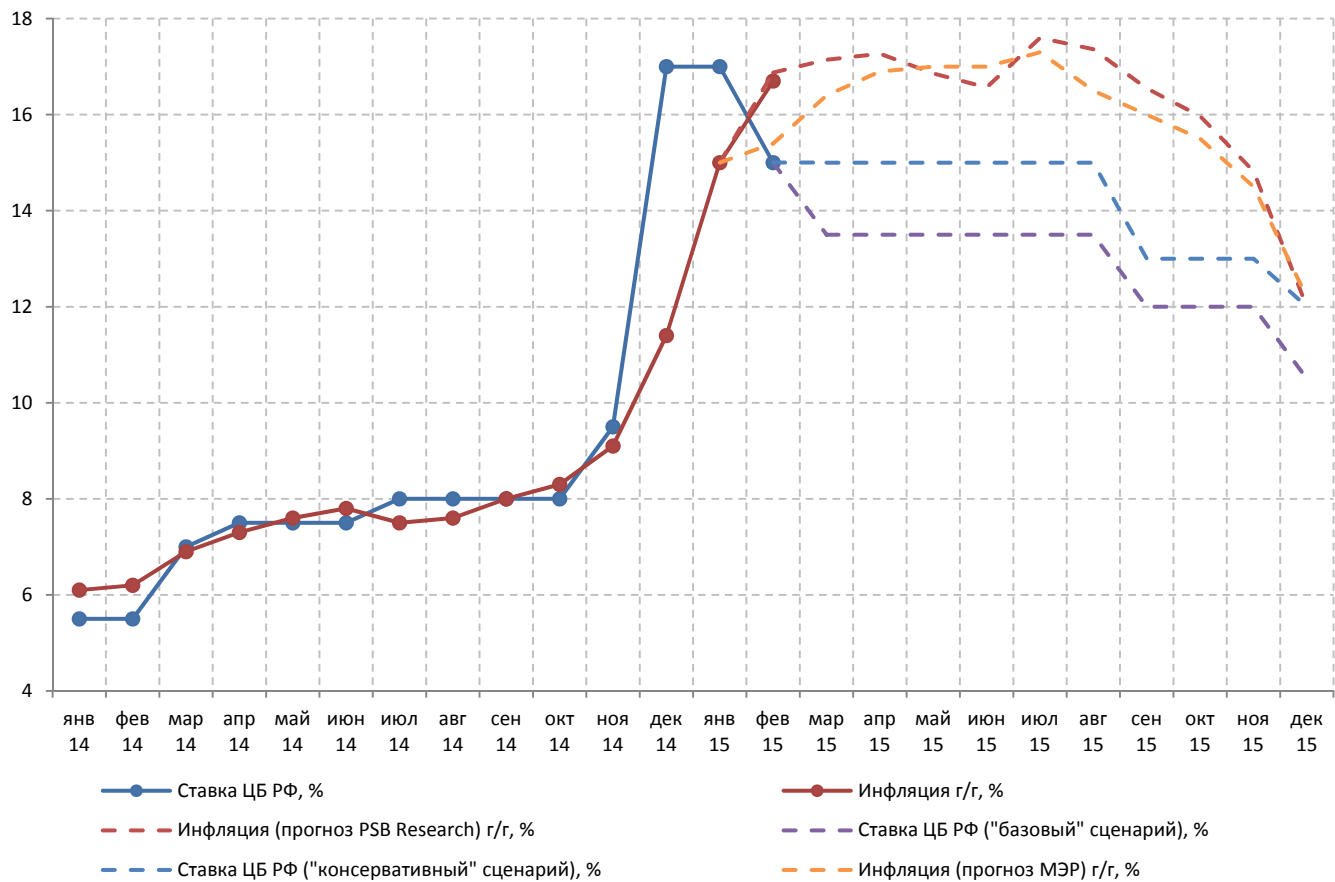
Задолженность банков перед ЦБ РФ в валюте, млрд долл.



Источник: Банк России

Источник: Банк России

Ключевая ставка ЦБ РФ и уровень инфляции



Источник: Bloomberg, МЭР, 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 Полюттов

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

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

Константин Квашнин

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Skabelin@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

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.