

По данным СМИ, председатель Банка России Эльвира Набиуллина на встрече с представителями коммерческих банков в пансионате «Бор» 12 февраля 2015 г. анонсировала новый подход к ДКП – теперь для Центробанка помимо инфляции основными ориентирами в вопросе изменения ключевой ставки являются также курсовая стабильность и поддержка экономики. Фактически это объясняет снижение ставки в январе, увеличивая шансы на ослабление монетарной политики и на мартовском заседании.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Высокая турбулентность на валютном рынке в декабре и стабилизация в январе-феврале вынудило Банк России применять экстренные меры. Резкое повышение ключевой ставки ЦБ РФ до 17% в декабре смогло стабилизировать ситуацию на валютном рынке, который в России тесно связан с инфляцией, а также остановило панику населения – депозиты банков в рублях стали намного привлекательнее.

В целом, резкое повышение ставок для приостановки девальвации национальных валют достаточно распространенная мера при кризисных ситуациях. Исходя из исторических данных по аналогичным мерам мировых Центробанков, для стабилизации локальных валют высокие ставки удерживались в среднем 3-6 месяцев.

В этом ключе 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, январское заседание стало дебютным для нового куратора ДКП Дмитрия Тулина, который вернулся в ЦБ в начале 2015 года. Не исключаем, что новая фигура в ЦБ оказала непосредственное влияние на смягчение ДКП на фоне активных просьб представителей реального сектора экономики сделать более доступным для бизнеса уровень процентных ставок. В свою очередь, в пресс-релизе Банк России обосновал решение «изменением баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждением экономики». По прогнозу Банка России, темп прироста потребительских цен снизится до уровня ниже 10% в январе 2016 г.

Неофициальное заявление председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной на встрече с представителями коммерческих банков в пансионате «Бор» 12 февраля 2015 г. расставляет все по своим местам - теперь для Центробанка помимо инфляции основными ориентирами в вопросе изменения ключевой ставки являются также курсовая стабильность и поддержка экономики.

Что касается экономики, то важным событием последних недель стала публикация обновленного экономического прогноза Минэкономразвитием на 2015 г. Фактически он стал первым официальным прогнозом максимально приближенным к реалиям рынка, и был рассчитан исходя из среднегодового уровня цен на нефть в размере 50 долл./барр. ЦБ РФ обещал представить обновленный прогноз в марте.

Учитывая декларированное снижение ВВП в 2015 г. на 3%, промпроизводства на 1,6%, инвестиций в основной капитал на 13,7%, оборота розничной торговли на 8,2%, а также рост безработицы до 6%, фактор поддержки экономики в политике ЦБ будет находиться не на последнем месте.

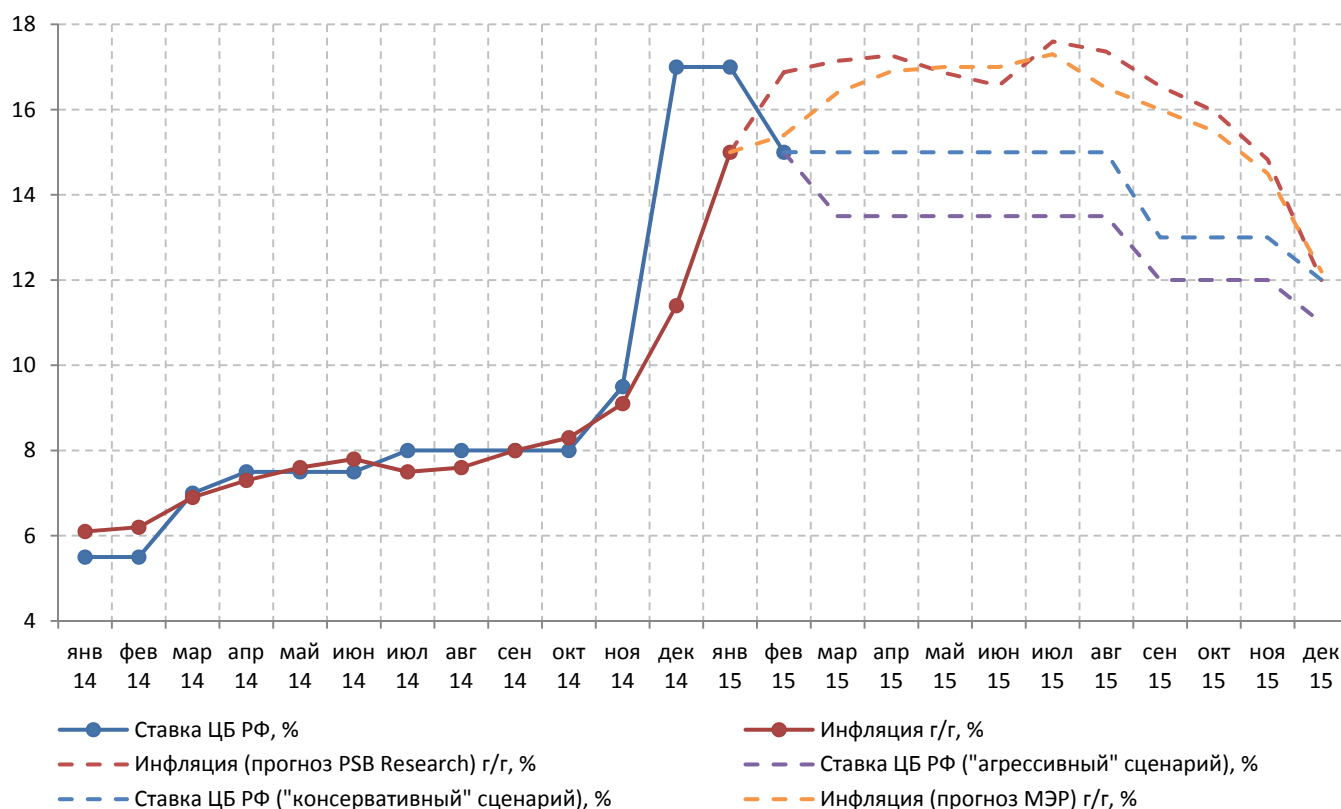
Основные показатели прогноза МЭР	2013	2014	2015П
Цены на нефть Urals, долл. / барр.	107,9	97,6	50,0
Курс доллара (среднегодовой), руб. за долл.	31,8	38,0	61,5
Инфляция	106,5	111,4	112,2
ВВП	101,3	100,6	97,0
Индекс промпроизводства	100,4	101,7	98,4
Инвестиции в основной капитал	99,8	97,5	86,3
Оборот розничной торговли	103,9	102,5	91,8
Реальные располагаемые доходы населения	103,2	99,0	93,7
Уровень безработицы	5,7	5,4	6,0

Источник: Минэкономразвития

В результате, мы рассмотрели два сценария действия ЦБ РФ по ключевой ставке до конца года – т.н. «агрессивный» 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.

Наш прогноз по инфляции практически совпадает с прогнозом МЭР на 2015 год. При этом мы ожидаем выход инфляции на пиковые значения уже в марте (17,1%-17,6%), где она будет находиться до июля-августа. По итогам года ожидаем замедления инфляции до 12% (прогноз МЭР – 12,0%-12,4%). При этом Минэкономразвития относительно прогноза инфляции отмечает, что «основные инфляционные риски превышения данного прогноза остаются высокими и связаны с возможным дальнейшим ослаблением рубля при его волатильной динамике».

Ключевая ставка ЦБ РФ и уровень инфляции



Источник: Bloomberg, МЭР, PSB Research

В этой ситуации нашим базовым прогнозом ставки ЦБ РФ пока остается «консервативный» сценарий, предполагающий более осторожный подход к ослаблению ДКП. Ожидаем, что к дальнейшему снижению ключевой ставки до уровня 12,5%-13,5% регулятор приступит лишь в сентябре, когда будет ясен эффект от повышения тарифов в июле и будет пройдена низкая база продуктовой инфляции в августе, когда в 2014 г. были введены «антисанкции». Замедление инфляции по итогам года до уровня 12% позволит в декабре еще раз снизить ставку до 11,5% - 12,5% в ожидании дальнейшего снижения инфляции в начале 2016 г. на фоне высокой базы 2015 г.

В пользу реализации данного сценария снижения ставок говорит рынок процентных деривативов – котировки 6-месячных свопов RUONIA не предполагают снижение ключевой ставки до августа, в то время как форвардные ставки MosPrime3M по контрактам IRS указывают на снижение ставок лишь с конца 3 кв. 2015 г.

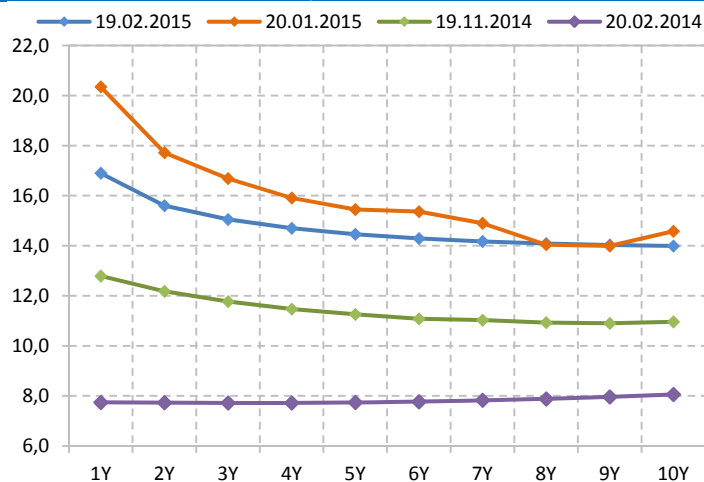
Вместе с тем, более агрессивный сценарий снижения ставок ЦБ для поддержки экономики становится все более реальным, хотя он несет в себе риски усиления девальвационных ожиданий в случае очередного ухудшения конъюнктуры на рынке энергоносителей. Хотя официально основным приоритетом ЦБ остается таргетирование инфляции, январское снижение ставок, фактически является подтверждением слухов (неофициальных заявлений ЦБ) о смене ориентиров ДКП. Ситуация, очевидно, полностью прояснится лишь по итогам заседания 13 марта, после которого запланирована пресс-конференция и доклад о денежно-кредитной политике.

В целом, во 2 кв. 2015 г. на фоне мягкой риторики ФРС валютный фактор будет поддерживать цены на нефть выше уровня 60 долл./барр. Снижение геополитической напряженности вкупе с «комфортным» уровнем цен на нефть поддержат рубль, что на фоне снижения экономики выступит мощным фактором снижения инфляционных ожиданий. В результате очередное снижение Банком России ставки уже на мартовском заседании (по нашим оценкам, до 13,5%) становится все более реальным. В этом сценарии до конца года можно ожидать снижения ставки до 10%-11%.

Реализация данного сценария в первую очередь отразится на коротких ставках денежного рынка и, соответственно, свопов, которые не отражают ожидания мартовского снижения ставок (IRS1Y, RUONIA SWAP 6 M). Однако снижение ликвидности рынка свопов с начала кризиса пока не восстановилось, что затрудняет реализацию идеи снижения ставок.

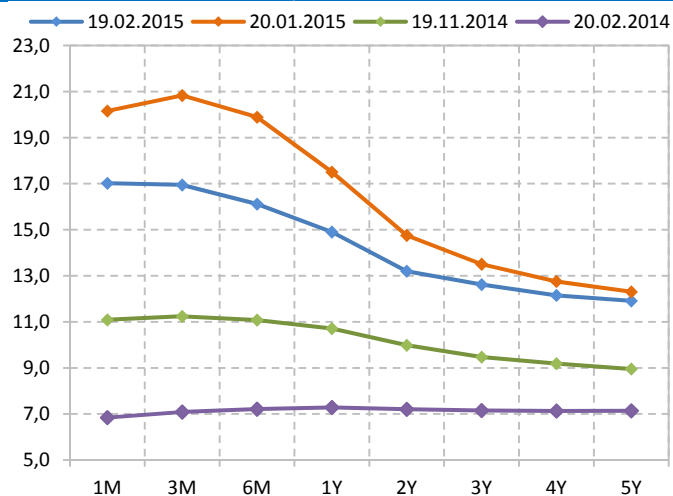
В то же время рынок ОФЗ, напротив, закладывает снижение ставки на 250-300 б.п., судя по текущему положению кривой относительно ключевой ставки. В результате, дальнейшее смягчение ДКП ЦБ РФ уже в цене госбумаг – входить в рынок на текущих уровнях весьма рискованно. При этом мы по-прежнему рекомендуем обратить внимание на новые выпуски ОФЗ с плавающей ставкой – 29011 и 24018: текущие котировки закладывают чрезмерное снижение ставок.

Кривая IRS



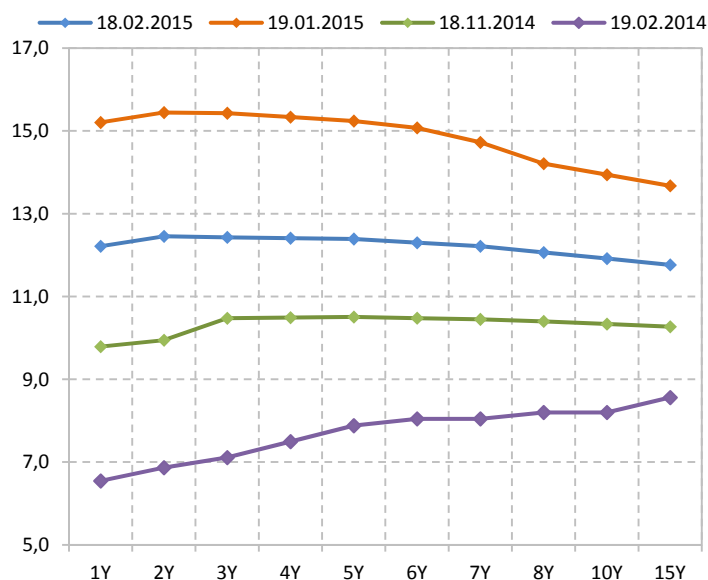
Источник: Bloomberg

Кривая NDF



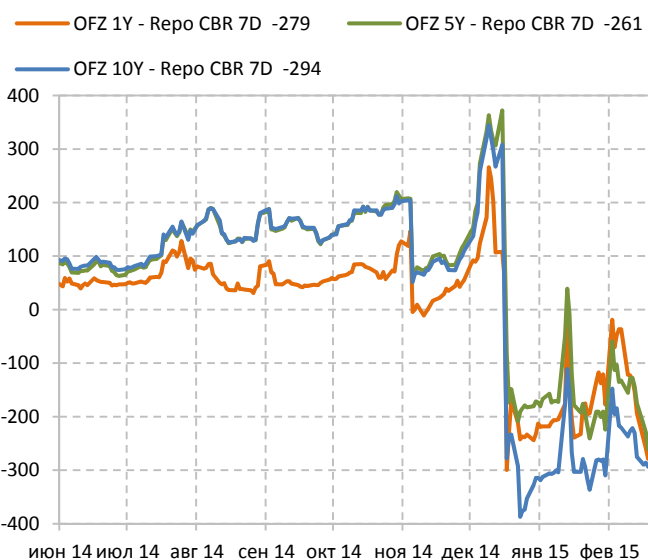
Источник: Bloomberg

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg

Спрэд доходности ОФЗ к ставке РЕПО ЦБ РФ, б.п.



Источник: Bloomberg

**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

Игорь Голубев

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

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 Полютов

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 Нuzhdin

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.