

Заседание Банка России: фокус на стабильность

После снижения Банком России ключевой ставки на 150 б.п. до 12,5% годовых на заседании в апреле, 15 июня ожидаем более консервативного решения регулятора – снижение ставки на 50-100 б.п. При этом в пользу 50 б.п. на текущий момент говорит все больше факторов, одним из которых является смена риторики самого регулятора. В результате, фокус ЦБ уже на ближайшем заседании может сместиться с достаточно агрессивного снижения ставок для поддержки кредитования и банковского сектора в пользу поддержания стабильности финансовой системы с учетом, как внешних, так и внутренних рисков.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Еще в середине мая, когда рубль пытался закрепиться ниже 50 руб. за доллар, ожидания рынка относительно дальнейшего снижения ставки были достаточно агрессивные – порядка 100-150 б.п. При этом регулятор явно стремился не допустить чрезмерного укрепления рубля, которое негативно, как для наполнения бюджета, так и для процессов импортозамещения. Напомним, с 13 мая Банк России стал проводить валютные интервенции по покупке долларов для пополнения международных резервов по 100-200 млн долл. в день, в результате чего на текущий момент уже купил 3,56 млрд долл. Кроме того, были отменены годовые аукционы валютного РЕПО.

Следующим логичным шагом ЦБ можно было бы ожидать снижение ставки на 100-150 б.п., однако на фоне изменения рыночной конъюнктуры на валютный рынок вновь вернулась волатильность – за несколько недель рубль потерял порядка 7 рублей.

Отметим, что одним из ключевых факторов инфляционных ожиданий и инфляции, которую таргетирует ЦБ, является стабильность курса национальной валюты; при отсутствии явных факторов поддержки рубля, кроме нефтяных цен, агрессивное снижение ставки (снова на 150 б.п.) может негативно сказаться на рубле, в случае изменении конъюнктуры на рынке «черного золота». Данная парадигма также прослеживается в выступлении Э.Набиуллиной на банковском конгрессе 5 июня:

- «Уменьшение инфляционных ожиданий позволяют нам снижать ключевую ставку. Однако темпы снижения ключевой ставки учитывают те риски, которые мы видим на ближайшие месяцы. Риски - это, прежде всего, ожидаемая нормализация денежной политики в США. Второй риск - динамика цен на нефть».
- «Более быстрое снижение процентных ставок, к которому нас иногда призывают, на наш взгляд, несет риски, поскольку инфляционные ожидания пока высоки, и слишком быстрое снижение ставок в этих условиях способно привести к новой волне дестабилизации на валютном рынке, скачку инфляции. В настоящий момент инфляционные ожидания хоть и снизились по сравнению с максимальными значениями, пока остаются высокими как по сравнению с предыдущими, так и по сравнению с тем уровнем ожиданий, который допустим с точки зрения нашей среднесрочной цели по инфляции».

Хотя на рынке нефти на текущий момент наблюдается восстановление спроса на энергоносители, что будет поддерживать позиции рубля в среднесрочной перспективе, риски роста волатильности на глобальных рынках несет в себе грядущее заседание ФРС, которое пройдет 16-17 июня, т.е. уже после решения российского Центробанка. Не в пользу рубля выглядит и график выплат по внешнему долгу российских компаний и банков: с июня необходимо возвращать по 10 млрд долл. в месяц при пиках в сентябре (16 млрд долл.) и декабре (24,2

млрд долл.). Желание регулятора увеличить международные резервы до 500 млрд долл. в течение нескольких лет также оказывает определенное давление на рубль.

Таким образом, наши ожидания по ставке на заседании 15 июня сместились в сторону более консервативного решения регулятора, т.е. снижение ставки на 50-100 б.п. вместо 100-150 б.п., ожидавшихся ранее. При этом прогноз на конец года по уровню ставки мы сохраняем - 9,0-10,0 б.п.

Снижение ставки на 100 б.п. 15 июня подчеркнет сохранение приоритета скорейшего запуска кредитования и восстановления экономики. В частности, инфляция продолжает поступательное замедление – на 8 июня недельная инфляция замедлилась до нуля впервые с августа 2014 г., перед тем как было введено продуктовое эмбарго; годовая инфляция снизилась до 15,7% с 15,8% по итогам мая. Рубль после коррекции также консолидируется на комфортном для бюджета уровне при стоимости нефти в рублях в диапазоне 3400-3600 руб. за барр., что позволит заметно снизить расходы резервных фондов в текущем году на покрытие дефицита бюджета.

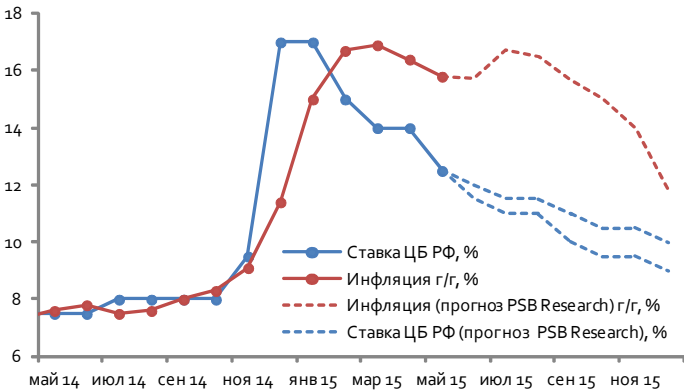
Снижение ставки на 50 б.п. подтвердит переход к более консервативному подходу к монетарной политике Банка России с учетом внешних и внутренних рисков для рубля. Что касается внешних рисков (помимо цен на нефть), важным фактором является начало цикла повышения ставок в США, что может негативно отразиться на валютах развивающихся стран. В частности, ЦБ Бразилии с конца 2014 г. поступательно повышает ключевую ставку, которая на текущий момент составляет 13,75%. Безусловно, относительно ставок ЮАР (5,75%), Индии (7,25%), Турции (7,5%) российский уровень ставок остается конкурентоспособным, однако потенциал остается уже не слишком большим по сравнению с началом года.

Относительно внутренних факторов, с учетом планового повышения тарифов в июле разрыв между уровнем ключевой ставки и инфляции может увеличиться до максимума с начала года – вероятно, регулятор предпочтет не принимать агрессивных решений по ставке накануне «тарифного» месяца.

Наконец, переход к шагу 50 б.п. по снижению ставки позволит ЦБ плавно в течение оставшихся 5 заседаний к концу года опустить ставку до 10%, которая в текущих условиях выглядит приемлемо для сохранения status quo между интересами промышленности и таргетирования инфляции. Помимо этого, плавное снижение ставки при минимальном воздействии на валютный рынок позволит регулятору продолжить накапливать резервы, покупая валюту на рынке.

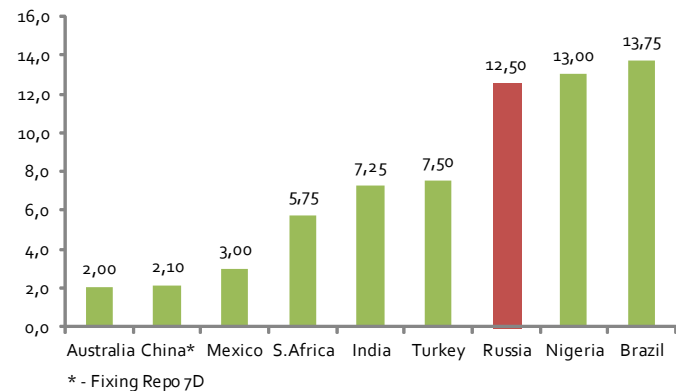
С точки зрения влияния решения ЦБ по ставке на смежные рынки, то относительно курса рубля, который остается в прямой зависимости от рынка нефти, данное влияние будет невысоким. В то же время снижение ставки на 50 б.п. для рынка госбумаг может оказаться «холодным душем», спровоцировав локальную коррекцию и возврат кривой ОФЗ к уровню 11% годовых по доходности. Однако для среднесрочной стратегии (до конца года) ОФЗ с фиксированной ставкой остаются умеренно интересной инвестицией – даже при консервативном сценарии снижения ключевой ставки до 10% и сужения текущего отрицательного спреда к ОФЗ (165-180 б.п.) до нуля, то «гарантированный» потенциал снижения кривой госбумаг составляет порядка 80 б.п.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



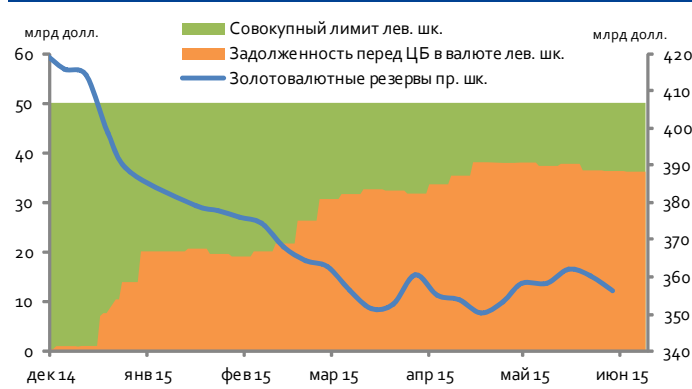
Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевые ставки Центальных Банков, %



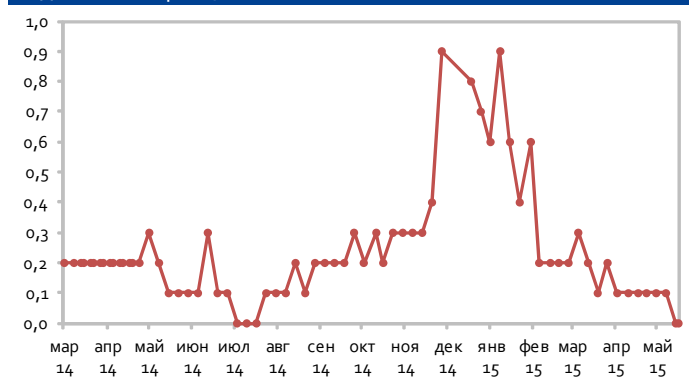
Источник: Bloomberg, PSB Research

Задолженность по валютным инструментам ЦБ и ЗВР



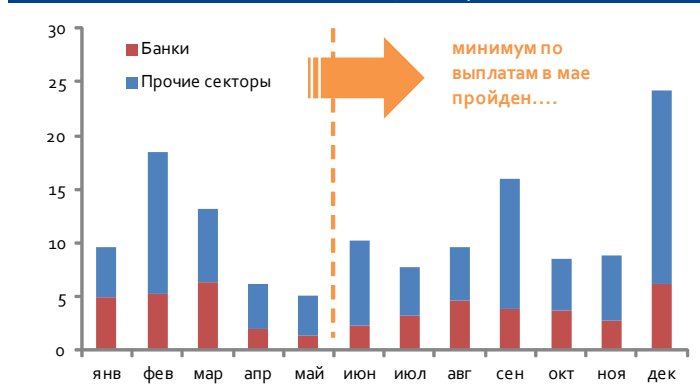
Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Недельная инфляция



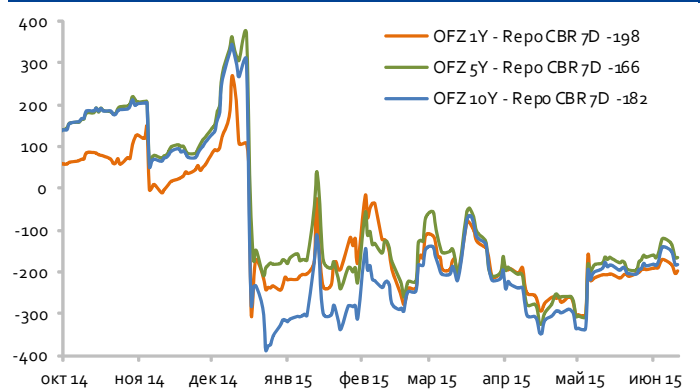
Источник: Bloomberg, PSB Research

Выплаты по внешним долгам в 2015 г., млрд. долл.



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Спрэд доходности ОФЗ к ключевой ставке ЦБР, б.п.



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 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

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.