

Заседание Банка России: внешние риски нарастают

Заседание ЦБ РФ 31 июля будет проходить в непростых условиях: с одной стороны, инфляция пока остается под контролем регулятора, с другой – внешние рынки начинают штормить с приближением начала цикла повышения ставок ФРС США, что не может оставаться вне фокуса российского ЦБ. В этом ключе не исключаем, что Банк России вполне может взять паузу в ослаблении ДКП, однако, более вероятным сценарием видим снижение ставки на 50 б.п. для подтверждения приоритетных намерений поддержки кредитования и экономики в целом.

*Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru*

Трендовая инфляция – новый ориентир для регулятора?

Как известно, основной целью денежно-кредитной политики Банка России с 2015 г. является таргетирование инфляции на уровне 4% в среднесрочной перспективе, т.е. фактически будущую среднесрочную инфляцию. Как не раз заявлял регулятор, ЦБ РФ ориентируется именно на среднесрочную инфляцию, игнорируя локальные всплески потребительских цен, если они не оказывают долгосрочного воздействия на будущую инфляцию. Данный подход к ДКП регулятор уже наглядно продемонстрировал в полной мере, снизив ключевую ставку в июне до 11,5% при сохранении годовой инфляции выше 15%.

Важным фактором для оценки среднесрочной инфляции являются инфляционные ожидания населения, которые ЦБ РФ регулярно отслеживает. Однако настроения населения во многом являются эмпирической мерой будущей инфляции. В результате, в марте на сайте ЦБ был опубликован доклад «Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России» (http://www.cbr.ru/analytics/wps/wps_4.pdf), в котором показатель трендовой инфляции (очищенной от нерелевантных для денежно-кредитной политики шоков и иных немонетарных факторов) рассматривается в качестве основного индикатора для центрального банка в целях поддержания ценовой стабильности и принятия решений в области ДКП.

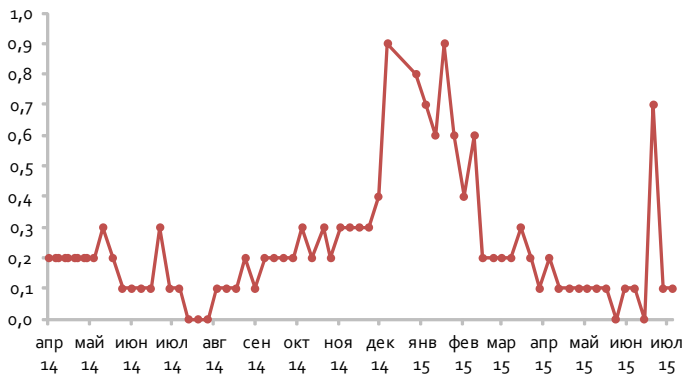
В результате с июля ЦБ начал публиковать оценку трендовой инфляции за предыдущий месяц («Оценка трендовой инфляции в июне 2015 года» http://www.cbr.ru/analytics/wps/t_inflation.pdf). ЦБ отмечает, что в июне 2015 г. впервые с февраля 2014 г. наблюдается снижение трендовой инфляции (до 11,5%), которая достигла уровня ключевой ставки. Регулятор ожидает сохранения тенденции к снижению трендовой инфляции в дальнейшем, что косвенно может сигнализировать о сохранении понижательного тренда по ключевой ставке.

Оперативные данные по инфляции: неоднозначная статистика

При этом оперативные данные по динамике потребительских цен за июль выходят неоднозначными. С одной стороны, после всплеска в первую «тарифную» неделю июля до 0,7% инфляция вторую неделю подряд держится на уровне 0,1%, что может свидетельствовать об исчерпании эффекта повышения тарифов. С другой стороны, годовая инфляция на «тарифном» всплеске на 20 июля ускорилась до 15,7-15,8% с 15,3% по итогам июня, что еще сильнее увеличивает лаг между ключевой ставкой и инфляцией (реальная ставка).

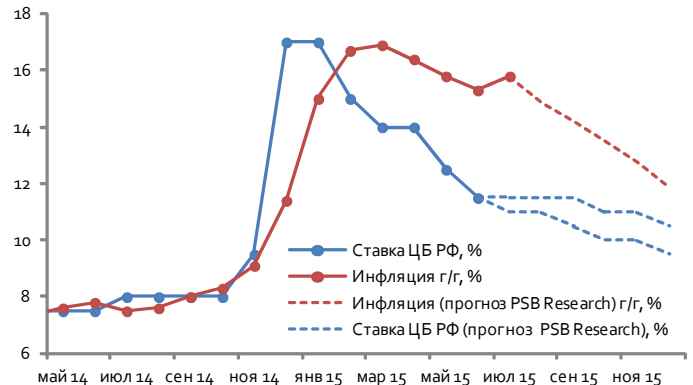
Кроме того, в обзоре инфляционных ожиданий ЦБ сообщил, что инфляционные ожидания населения на ближайший год, согласно июньскому опросу, выросли после резкого снижения и последующей стабилизации в марте-мае. На наш взгляд, повышение тарифов ЖКХ, а также продолжающееся с июня ослабление рубля, могут усилить инфляционные ожидания в июле.

Недельная инфляция



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: Bloomberg, PSB Research

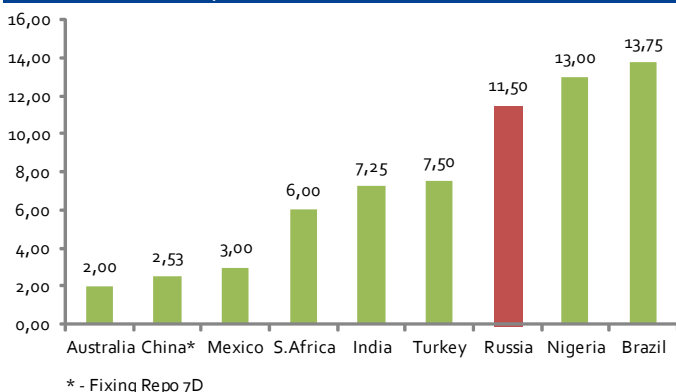
Повышение ставки ФРС: угроза стабильности для рынков ЕМ

Еще в начале июня в выступлении на банковском конгрессе Э.Набиуллина отмечала ключевые риски для политики регулятора – ожидаемая нормализация денежной политики в США и динамика цен на нефть. На текущий момент мы видим признаки начала реализации данных рисков.

Любопытно, что решение российского Центробанка по ставке состоится через 2 дня после заседания ФРС США, которое запланировано на 29 июля. Не исключаем, что риторика американского регулятора может не последним образом повлиять и на решение российского ЦБ РФ 31 июля.

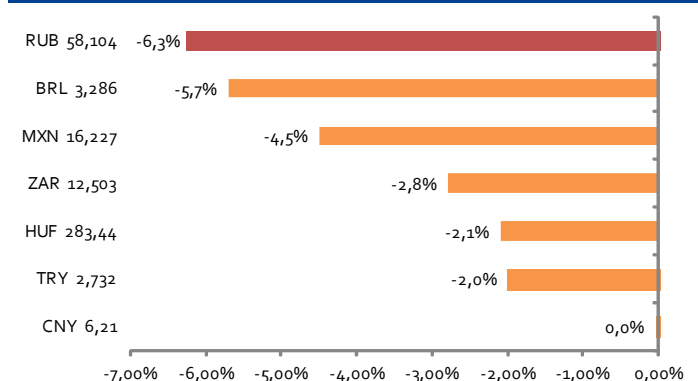
На текущий момент на фоне относительно неплохой статистики по США и комментариев Дж.Йеллен инвесторы закладывают риски ужесточения риторики ФРС на ближайшем заседании и риски начала цикла повышения ставок уже на сентябрьском заседании. Это ведет к снижению цен на товарных рынках (и в частности, на энергоносители), а также оттоку капитала с развивающихся рынков при снижении курсов локальных валют. За прошедший месяц наибольшее давление испытал рубль на фоне снижения цен на нефть, а также бразильский реал из-за слабости экономики страны.

Ключевые ставки Центальных Банков, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Изменение валют ЕМ к доллару США за месяц, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

В целом, репатриация капитала в США с развивающихся рынков стартовала еще в начале прошлого года, когда валюты и евробонды ЕМ испытали первую серию распродаж. С этого момента, чередуясь с небольшими коррекциями, давление на валюты развивающихся стран сохраняется, что уже находит свое отражение в политике местных ЦБ.

Так, ЦБ Бразилии после паузы в первой половине 2014 г. устойчиво повышает ключевую ставку (заседание регулятора пройдет 29 июля, на котором ожидается очередное повышение ставки с 13,75% до 14,25% (консенсус-прогноз Bloomberg)). Кроме того, вчера ЦБ ЮАР повысил ставку впервые за год на 0,25% – до 6,0% на фоне роста инфляции из-за сохраняющегося давления на национальную валюту.

В этом ключе российский ЦБ пока идет контрциклично мировому тренду. Вместе с тем, относительно ставок ЮАР (6%), Индии (7,25%), Турции (7,5%) российский уровень ставок остается конкурентоспособным, однако потенциал остается уже не слишком большим по сравнению с началом года.

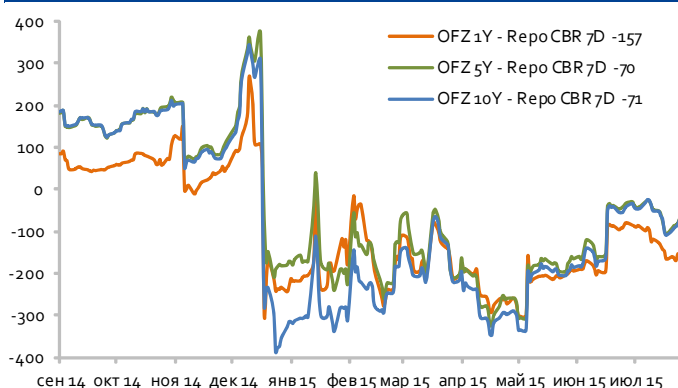
Рынок ОФЗ: потенциал коррекции не исчерпан

С точки зрения влияния решения ЦБ по ставке на смежные рынки, в частности, на рынок рублевых госбумаг, то ОФЗ на текущий момент, на наш взгляд, имеют потенциал к коррекции.

В июле после удачного размещения ОФЗ 52001 на 75 млрд руб. и погашения ОФЗ 25075 на 142,3 млрд руб. кривая госбумаг снижалась по доходности до уровня 10,45%-10,5% (доходность коротких госбумаг опустилась ниже 10% годовых). На текущий момент выпуски ОФЗ корректируются – среднесрочные бумаги уже достигли доходности в размере 10,8% годовых при отрицательном спреде к ключевой ставке 70 б.п.

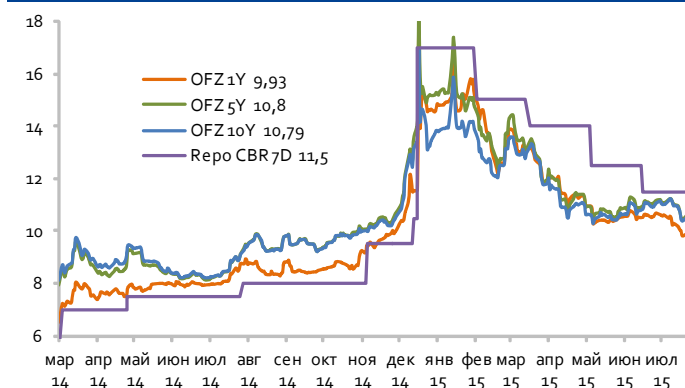
В случае снижения ставки регулятором на 50 б.п. ждем «схлопывания» спреда к доходности ОФЗ на уровне 11% годовых – дальнейшие ожидания снижения ставки окажутся под давлением внешних факторов. При более консервативном решении регулятора рост доходности ОФЗ будет более существенным – до 11,2%-11,5% годовых (снижение ставки на 25 б.п. или сохранение ее на прежнем уровне). Вместе с тем, для флотеров данный сценарий должен оказать поддержку котировкам (в первую очередь рекомендуем обратить внимание на ОФЗ-ИН).

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

Краткое резюме

В случае отсутствия резко негативных сюрпризов по итогам заседания ФРС США 29 июля ожидаем, что российский ЦБ 31 июля продолжит цикл снижения ключевой ставки. Вместе с тем, масштаб ослабления денежно-кредитной политики на июльском заседании, на наш взгляд, ограничен 50 б.п. на фоне, как внешних, так и внутренних, рисков.

При этом в случае усиления ожиданий ужесточения политики ФРС, которое транспонируется в снижении товарных рынков и ослабление валют развивающихся стран, ЦБ РФ вполне может взять паузу в ослаблении ДКП или ограничиться снижением ставки на символические 25 б.п.

По итогам года мы пока сохраняем ожидания снижения ключевой ставки до 9,5%-10,5% (снижение на 100-200 б.п.), однако, учитывая негативные тенденции на сырьевых площадках, не исключаем их пересмотра ближе к верхней границе данного диапазона.

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.