

Заседание Банка России: волатильность рынков не даст снизить ставку

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Турбулентность, наблюдаемая на мировых площадках, не позволит Банку России пойти на снижение ключевой ставки на январском заседании. На наш взгляд, регулятор сможет приступить к снижению ставки по мере дальнейшего замедления фактической и трендовой инфляции. Также немаловажным фактором является снижение волатильности на рынке энергоносителей и локальном валютном рынке. На фоне негативного начала года и пересмотра ожиданий, как по рынку нефти, так и рублю, мы повышаем годовой ориентир по ставке на 2016 г. с 8% до 9%-9,5%. При этом, ждем возобновления цикла снижения ставки не ранее апрельского заседания.

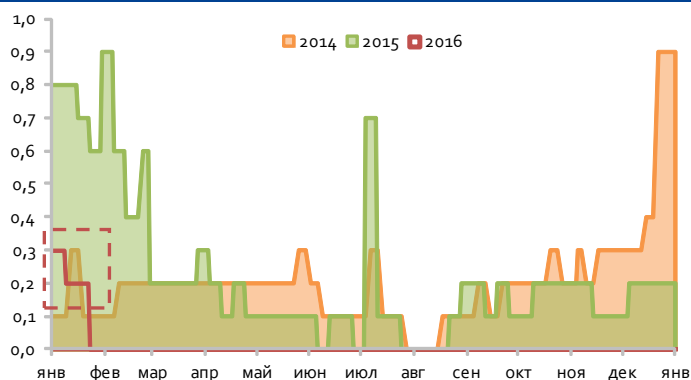
Инфляция: эффект высокой базы работает

Данные Росстата по инфляции в первой половине января выглядят весьма обнадеживающими, в результате чего на фоне высокой базы января 2015 г. годовая инфляция демонстрирует стремительное замедление. Так, инфляция в РФ с 12 по 18 января 2016 года составила 0,2%, с начала года рост цен к 18 января составил 0,5%. В годовом выражении инфляция к 18 января снизилась до 11,8% с 12,3% по состоянию на 11 января. Среднесуточный рост цен за 18 дней января 2016 г. составил 0,028%, что практически соответствует данным за декабрь 2015 г. (0,025%). При этом Банк России отмечает, что оперативная информация Росстата о динамике цен в начале текущего года указывает на отсутствие существенного влияния вступления в силу с 1 января 2016 г. турецкого «продэмбарго».

В целом, по итогам января инфляция может опуститься ниже ключевой ставки, достигнув по нашему консервативному прогнозу 10,3%-10,6% (оценка Банком России инфляции в январе 2016 года находится на уровне 9,7-10% в годовом выражении).

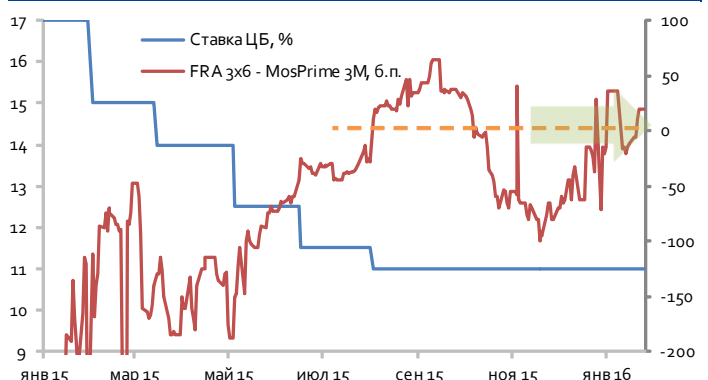
Вместе с тем, наблюдаемая волатильность на глобальных рынках негативно отражается на рынке нефти и курсе рубля, ослабление которого проецируется на увеличение инфляционных ожиданий. На этом фоне с начала января краткосрочный индикатор рыночных ожиданий по ключевой ставке – спрэд между FRA 3х6 и ставкой MosPrime 3М – консолидируется у нулевой отметки, указывая на отсутствие ожиданий по ослаблению монетарной политики на ближайших заседаниях.

Динамика недельной инфляции



Источник: Bloomberg, PSB Research

Спрэд FRA 3х6 - MosPrime 3М, б.п.

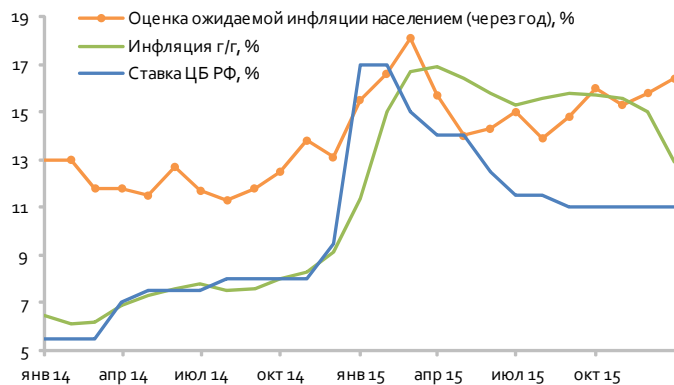


Источник: Bloomberg, PSB Research

В частности, согласно оценкам Банка России, в декабре 2015 г. в рамках ежемесячных опросов населения, медианное значение ожидаемой инфляции на год увеличилось (на 0,6 п.п.) и составило 16,4% - максимум с января-февраля 2015 г. Вместе с тем, ЦБ отмечает, что инфляционные ожидания населения на следующие 12 месяцев снизились до минимума за последние пять месяцев. Так, по данным декабрьского опроса, оценки с использованием нормального и равномерного распределений представлений о будущей инфляции составили 13,0% и 12,9% соответственно (против 15,1% в ноябре для обоих распределений).

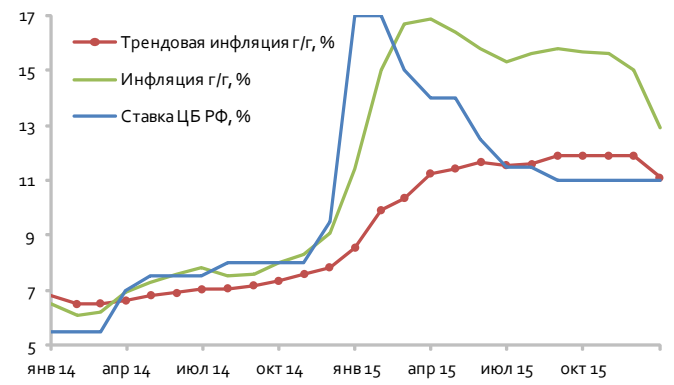
Данные по трендовой инфляции (очищенный от разовых факторов показатель среднесрочной инфляции) за декабрь указывает на снижение инфляционного давления, однако по-прежнему недостаточное для снижения ключевой ставки в январе. Так, оценка годовых темпов трендовой инфляции в декабре снизилась до уровня 11,1%. Как отмечает регулятор, существенную роль в пересмотре уровня трендовой инфляции сыграли технические факторы (в частности существенные колебания оценок сезонной компоненты в исходных данных, используемых при расчетах). Однако ЦБ РФ указывает, что, несмотря на снижение, оценка трендовой инфляции остается на высоком уровне (выше ключевой ставки).

Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Внешние риски прежние

Рост опасений относительно торможения экономики США и фактическое замедление экономики КНР вызвали повышенную турбулентность на глобальных площадках. В результате рынки испытали на себе классическое «бегство от риска» при снижении цен на нефть ниже 30 долл./барр. и ослаблении рубля выше 82 руб./долл. Однако в конце недели решимость ЕЦБ рассмотреть предоставление дополнительных стимулов в марте, а также уверенность инвесторов, что ФРС не будет повышать ставку на заседании 27 января, позволили мировым рынкам отскочить. На этом фоне национальная валюта перешла к консолидации ниже отметки 80 руб./долл., а рублевая стоимость нефти Urals скорректировалась с локальных минимумов (1990 руб./барр. в среду) до 2300 руб./барр.

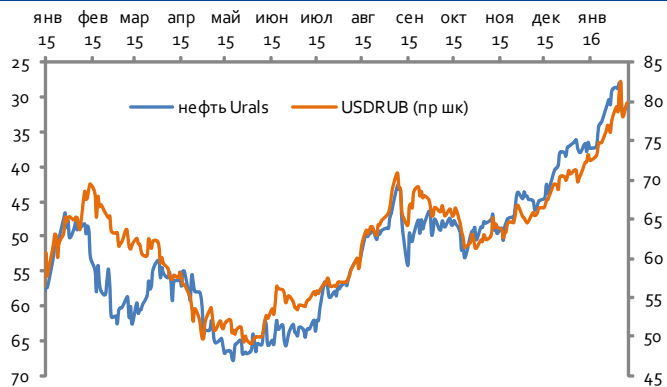
Итоги заседания ФРС могут развить повышательную коррекцию на рынках, однако, на наш взгляд, рост цен на нефть ограничен 40 долл./барр., в результате чего стоит ожидать сохранения повышенной волатильности, как на рынке нефти, так и в рубле.

На прошлой неделе Банк России отмечал, что в начале 2016 г. снижение курса рубля могло создать проинфляционное давление, хотя с другой стороны, повышение инфляции сдерживается слабым спросом и уменьшением чувствительности ценовой динамики к курсовым колебаниям в условиях свободного плавания рубля. Кроме того, первый зампред ЦБ Ксения Юдаева заявляла, что Банк России может повысить ключевую ставку, если инфляционные риски для экономики продолжат усиливаться. В то же время глава ЦБ РФ Эльвира Набиуллина на фоне повышенной турбулентности курса

рубля отмечала, что Банк России не видит рисков для финансовой стабильности, а курс рубля, по ее мнению, находится около «фундаментально обоснованных уровней».

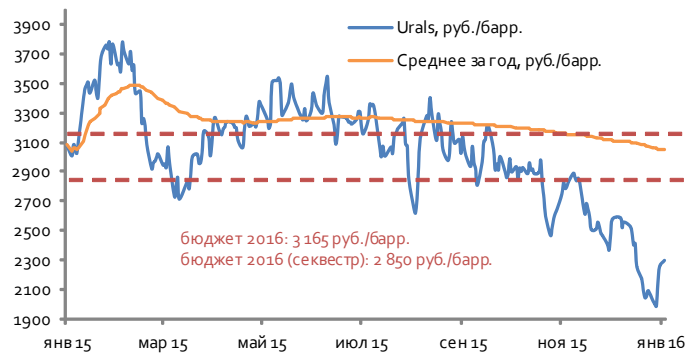
Мы также не видим поводов для повышения ставки, однако, на наш взгляд, более консервативная политика ЦБ пока будет выражаться в сохранении ставки на уровне 11% (ЦБ держит ставку без изменения с августа 2015 г.), несмотря на техническое замедление годовой инфляции ниже данного уровня на фоне высокой базы прошлого года. В результате, возросшая волатильность глобальных рынков выступает очевидным препятствием для возобновления цикла снижения ставки, который, похоже, вновь откладывается.

Рубль и цены на нефть Brent



Источник: Bloomberg, PSB Research

Нефть Urals в рублях



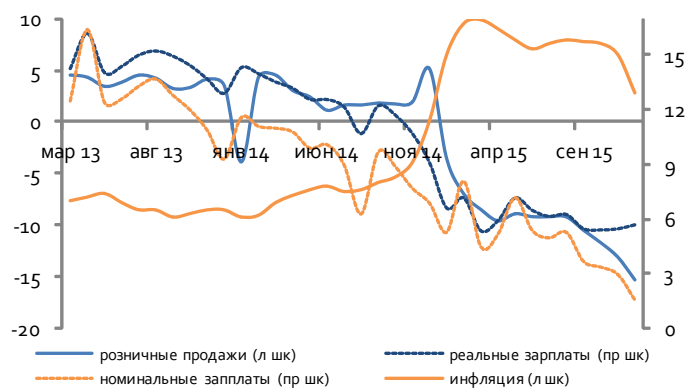
Источник: Bloomberg, PSB Research

Поддержка экономики: адаптация затягивается

На наш взгляд, фактор поддержки экономики в текущих условиях пока выглядит второстепенным. Кроме того, слабый потребительский спрос и переход населения на сберегательную модель поведения являются противовесом в ускорении инфляции за счет валютного фактора.

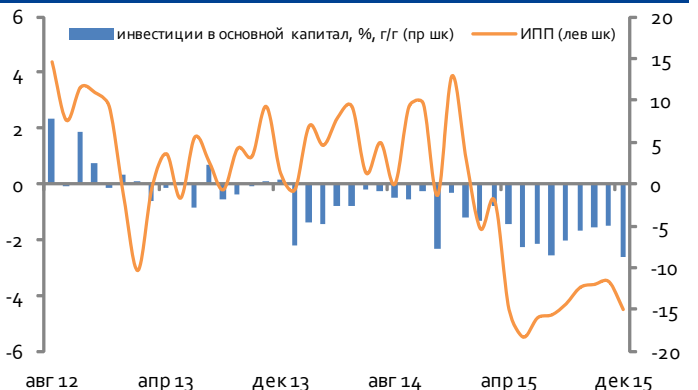
Так, падение оборота розничной торговли в России в декабре 2015 г. достигло рекордных 15,3% г/г; по итогам года показатель снизился на 10%. Продажи пищевых продуктов в декабре уменьшились на 11,4%, за весь 2015 год – на 9,2%. Оборот торговли непродовольственными товарами в декабре упал на 18,5%, за год – на 10,7%. Реальные располагаемые денежные доходы населения в декабре 2015 г. упали всего на 0,7% г/г на фоне полученных доходов по годовым депозитам и переоценки валютных вкладов. В целом, за 2015 г. доходы снизились на 4%. Реальная начисленная зарплата снизилась в декабре в годовом исчислении на 10%, а в среднем за 2015 г. зарплата в реальном выражении уменьшилась на 9,5% по сравнению с 2014 г.

Розничные продажи и доходы населения, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Темпы роста промышленного производства и инвестиций



Источник: Bloomberg, PSB Research

При этом в декабре ускорилось падение промпроизводства и инвестиций. Так, промпроизводство в РФ в декабре 2015 г. упало на 4,5% г/г, за год показатель сократился на 3,4%. С учетом исключения сезонного и календарного факторов промпроизводство в декабре сократилось на 0,2% против 0,6% в ноябре. Инвестиции в основной капитал в декабре сократились на 8,7% г/г после снижения на 4,9% в ноябре. В целом, за 2015 г. инвестиции уменьшились на 8,4%.

Наши ожидания и рекомендации

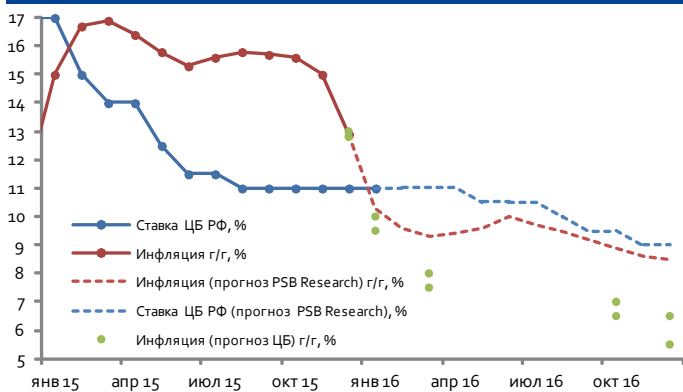
Турбулентность, наблюдаемая на мировых площадках, не позволит Банку России пойти на снижение ключевой ставки на январском заседании, несмотря на снижение инфляционного давления и дальнейшее падение экономики РФ. На наш взгляд, регулятор сможет приступить к снижению ставки по мере дальнейшего замедления, как фактической, так и трендовой, инфляции, которая должна опуститься к уровню 10,5%-10,0%. Также немаловажным фактором является снижение волатильности на рынке энергоносителей и локальном валютном рынке.

Не исключаем, что динамика глобальных рынков в 2016 г. может быть схожа со сценарием начала 2015 г. – после всплеска волатильности в 1 кв. наблюдалось достаточно продолжительное восстановление рынков вплоть до середины года. В результате, на фоне негативного начала года и пересмотра ожиданий, как по рынку нефти, так и рублю, мы повышаем годовой ориентир по ключевой ставке на 2016 г. с 8% до 9%-9,5%. При этом, ждем возобновления цикла снижения ставки не ранее апрельского заседания на 50 б.п.

Дальнейшее снижение потребительской активности будет сдерживать валютный фактор инфляции – по-прежнему ждем замедления инфляции по итогам 2016 г. ниже уровня 9%, в результате чего реальная ставка ЦБ РФ будет оставаться положительной. Вместе с тем, в мае-июне 2015 г. годовая инфляция 2016 г. будет проходить низкую базу прошлого года – месячная инфляция 2015 г. в мае и июне за счет укрепления рубля опускалась до исторического минимума – 0,35% и 0,19% соответственно. В результате, ожидаемое нами ускорение годовой инфляции во 2 кв. 2016 г. станет очередным препятствием для дальнейшего снижения ставки, которое вновь может возобновиться лишь в 3-4 квартале текущего года.

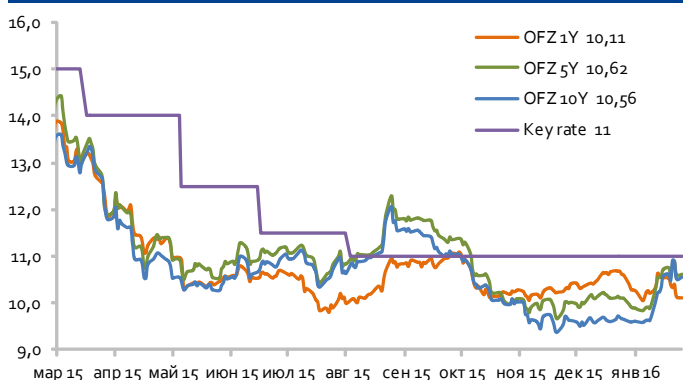
Что касается рынка ОФЗ, то при очередном сдвиге ожиданий относительно смягчения ДКП ЦБ фиксированная кривая протестировала на прошлой неделе паритет с ключевой ставкой на уровне 11% годовых по среднесрочным госбумагам. На текущий момент среднесрочные ОФЗ консолидируются на уровне 10,6% годовых по доходности, долгосрочные – на отметке 10,5% годовых. В целом, при целевом уровне по ключевой ставке 9,0-9,5% на конец года потенциал снижения кривой ОФЗ-ПД сохраняется. В условиях повышенной волатильности по-прежнему рекомендуем накапливать госбумаги на росте доходности ближе к уровню 11% годовых.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: Bloomberg, PSB Research

Сохранение ключевой ставки в ближайшее время неизменной негативно отразится на оценке флоутеров. На текущий момент 9-летние и 4-летние бумаги торгуются существенно выше 102 фигуры – на уровне 102,85 и 102,5 соответственно, а короткий 2-летний флоутер – на отметке 102,0. С учетом пересмотра наших ожиданий по ставке ЦБ при текущем положении кривой ОФЗ-ПД котировки флоутеров выглядят завышенными.

При этом Министерство финансов 27 января вновь проведет аукцион по 9-летнему флоутеру ОФЗ 29006 на 16 млрд руб., а также 4-летнему флоутеру ОФЗ 29011 на 14,0 млрд руб. На наш взгляд, со спекулятивной точки зрения более привлекательно при текущих котировках выглядит кривая ОФЗ-ПД.

Котировки инфляционного выпуска ОФЗ-ИН после коррекции в начале января вернулись к уровню реальной доходности 2,6% годовых (99,25 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 (2,98%). Вместе с тем, на фоне перехода реальной доходности ОФЗ-ПД в положительную зону не исключаем коррекцию ОФЗ-ИН ближе к уровню доходности Мексики.

**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 KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Директор по исследованиям и аналитике

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 sibaevr@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 DavitiashviliVM@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.