

Решение ЦБ РФ: регулятор сохраняет умеренно жесткую политику

Банк России ожидаемо сохранил ключевую ставку на уровне 11%, указав на сохранение высоких инфляционных рисков, связанных с конъюнктурой нефтяного рынка, высокими инфляционными ожиданиями, неопределенностью относительно достижения сбалансированности федерального бюджета в среднесрочной перспективе, указав, что может продолжить проводить умеренно жесткую ДКП.

В результате, на наш взгляд, регулятор продолжит удерживать относительно высокую реальную ставку при возобновлении цикла снижения ставки не ранее II п/г 2016 г. Прогноз по уровню ставки на конец года сохраняем на отметке 9,5% годовых.

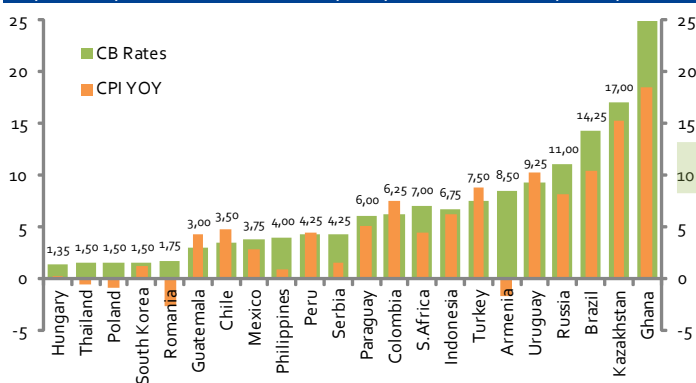
Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Умеренно жесткая политика регулятора сохраняется

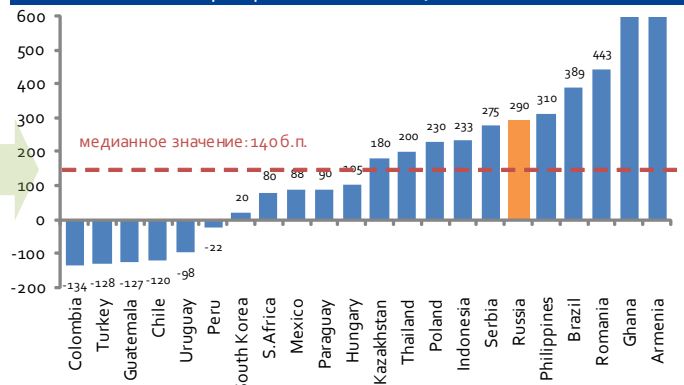
Как мы ожидали, Банк России сохранил ключевую ставку на уровне 11%, указав на сохранение высоких инфляционных рисков, связанных с конъюнктурой нефтяного рынка, высокими инфляционными ожиданиями, неопределенностью относительно достижения сбалансированности федерального бюджета в среднесрочной перспективе (см. наш обзор: [«Заседание Банка России: регулятор не будет спешить понижать ставку»](#) от 15.03.2016 г.).

В результате, с учетом потенциальных инфляционных рисков, для сохранения таргета по инфляции в размере 4% в рамках 2017 г. регулятор не стал спешить со снижением ставки, указав в пресс-релизе, что для достижения цели по инфляции Банк России может проводить умеренно жесткую денежно-кредитную политику в течение более продолжительного времени, чем предполагалось ранее. На наш взгляд, это будет выражаться в удержании более высокой реальной ставки по сравнению с Центробанками других развивающихся стран, проводящих политику инфляционного таргетирования. В частности, медианное значение реальных ставок из данной выборки находятся на уровне 140 б.п., тогда как реальная ставка ЦБ РФ на текущий момент находится выше данного диапазона и составляет 290 б.п., что отражает весьма амбициозные цели по таргетированию инфляции на уровне 4% к концу 2017 г. (в марте 2017 г. ЦБ ожидает замедление инфляции до менее 6%). Отметим, что с учетом фактической инфляции 7,9% по состоянию на 14 марта реальная ставка Банка России возрастает до 310 б.п., что более чем вдвое превышает медианное значение. В результате, на наш взгляд, умеренно жесткая ДКП будет выражаться в удержании реальной ставки на уровне выше среднего сопоставимого значения.

Страны, проводящие политику инфляционного таргетирования



Реальные ставки Центральных Банков, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

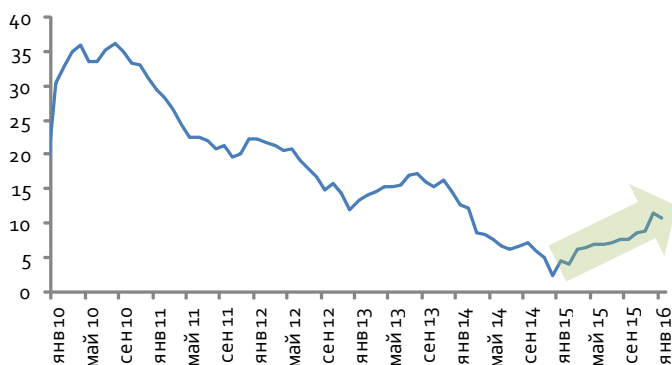
Источник: Bloomberg, PSB Research

Также Банк России отметил, что под влиянием уменьшения структурного дефицита ликвидности в банковской системе происходит фактическое смягчение денежно-кредитных условий даже при неизменности ключевой ставки в результате расходования средств Резервного Фонда для финансирования дефицита бюджета. При этом в качестве одно из инфляционных рисков регулятор указал неопределенностью относительно достижения сбалансированности федерального бюджета в среднесрочной перспективе. Так, на текущий момент основным источником финансирования дефицита бюджета являются средства Резервного фонда – 2,14 трлн руб., которые планомерно поступают в банковскую систему.

На этом фоне мы также отмечаем ускорение роста М2 при сокращении дефицита рублевой ликвидности банковской системы. При этом, по нашим оценкам рублевая чистая ликвидная позиция без учета задолженности перед Минфином по РЕПО и бюджетным кредитам в марте вышла в положительную зону впервые с 2012 г., составив 440 млрд руб. (с учетом данной задолженности перед Минфином сохраняется незначительный дефицит – 50 млрд руб.; общий дефицит с учетом валютного РЕПО составляет 1,3 трлн руб.).

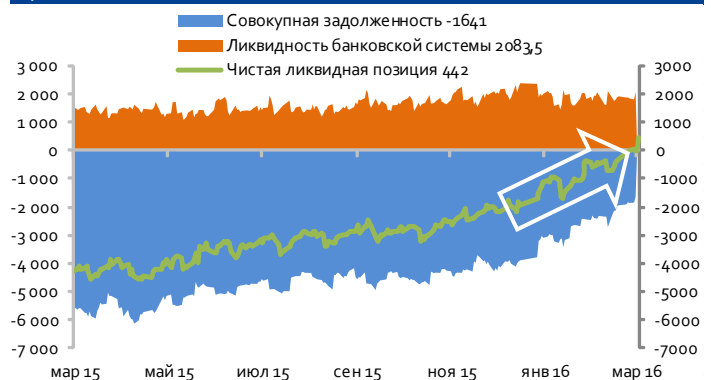
В результате, с одной стороны, денежно-кредитные условия банковской системы, действительно, улучшаются, с другой – в долгосрочной перспективе являются источниками инфляционных рисков. Вместе с тем, пока темпы роста М2 остаются ниже уровня 2013 г. (порядка 13%-17% г/г), что не должно оказывать ощутимого влияния на инфляцию. Сохранение ставки ЦБ позволит и далее в существенной степени абсорбировать данную избыточную ликвидность, не допуская развития инфляционных процессов.

Изменение денежной массы (М2), % г/г



Источник: Bloomberg, PSB Research

Рублевая ликвидность банковской системы



Источник: Bloomberg, PSB Research

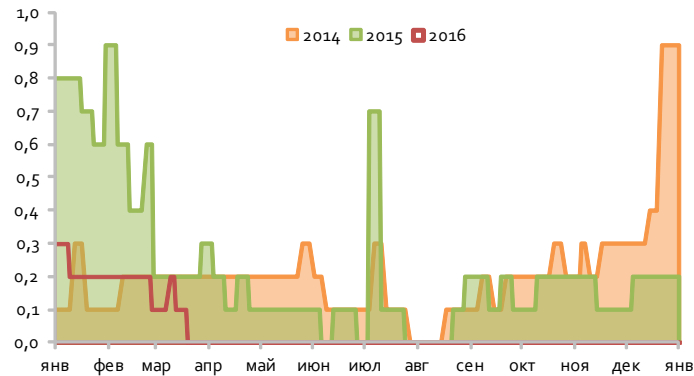
В целом, мы отмечаем незначительное смягчение риторики регулятора по сравнению с январским пресс-релизом, однако, очевидно, что политика регулятора останется весьма консервативной – мы сохраняем наши ожидания по уровню ключевой ставки на конец 2016 г. в диапазоне 9,0-9,5%, однако, учитывая последние заявления ЦБ относительно умеренной жесткой ДКП, более вероятным сценарием снижения ставки становится верхняя граница данного диапазона (9,5%).

При этом возобновления цикла снижения ставки, на наш взгляд, можно ждать не ранее II п/г 2016 г. Во-первых, с 1 апреля повышаются акцизы на топливо, что, по оценке ЦБ, добавит к инфляции порядка 0,3 п.п., а в мае-июне начнет работать низкая база по инфляции, сформированная укреплением рубля в прошлом году. Таким образом, регулятор, скорее всего, продолжит удерживать ставку на текущем уровне до возобновления устойчивого тренда по снижению инфляции (инфляция в 2016 году в базовом сценарии ЦБ замедлится до 6-7%).

Во-вторых, прогноз средней цены на нефть в 30 долл./барр., заложенный в обновленный базовый сценарий Банком России, на наш взгляд, выглядит излишне консервативно – с учетом улучшения конъюнктуры на мировых рынках, ожидаем среднегодовой уровень цен на нефть в 2016 г. в размере ≈40 долл./барр., в то время как ЦБ считает текущее восстановление цен на нефть

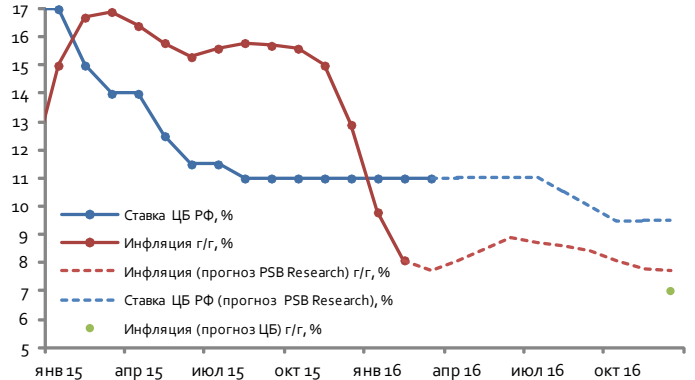
неустойчивым. Таким образом, ожидаем, что на последующих заседаниях при сохранении умеренно-позитивной конъюнктуры регулятор вполне имеет возможность пересмотреть свой прогноз, улучшив свои ожидания по нефтяным котировкам.

Динамика недельной инфляции



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

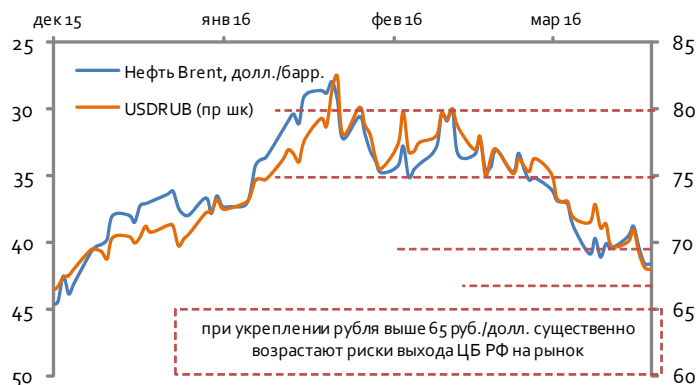
Валютный рынок: рост цен на нефть поддержал рубль

Непосредственно решение Центробанка о сохранении ключевой ставки оказало ограниченное влияние на национальную валюту. Однако, позитивный импульс по укреплению рубля после заседания ЦБ был поддержан ростом цен на нефть.

При этом председатель Банка России Эльвира Набиуллина на пресс-конференции в пятницу заявила, что Банк России не убежден, что укрепление рубля стало трендом. На наш взгляд, развитие ситуации на рынках соответствует сценарию прошлого года, когда наблюдалось устойчивое укрепление рубля в марте-мае. Не исключаем, что в текущем году данный цикл окажется менее растянут по времени. Так, ближайшей целью выступает поддержка 200-дневной средней (67 руб./долл.), которая сегодня была практически достигнута (минимумы – 67,27 руб./долл.). В случае дальнейшего восстановления цен на нефть к отметке 45 долл./барр. можно рассчитывать на укрепление рубля до уровня 65 руб./долл. При этом, дальнейшее укрепление национальной валюты выглядит неубедительно в связи с высокими рисками выхода на валютный рынок Банка России. Вместе с тем Эльвира Набиуллина заявила, что регулятор может вернуться на рынок для пополнения золотовалютных резервов вне зависимости от уровня курса рубля, когда увидит, что он стабилен.

Отметим также, что «бюджетный» фактор продолжает оказывать негативное влияние на рубль, тормозя укрепление национальной валюты в периоды роста цен на нефть – рублевая стоимость нефти восстановилась до 2600 руб./барр. при среднем значении с начала года 2370 руб./барр., в то время как комфортным уровнем для бюджета выступают значения выше 2700 руб./барр.

Рубль и цены на нефть



Источник: Bloomberg, PSB Research

Нефть Urals в рублях



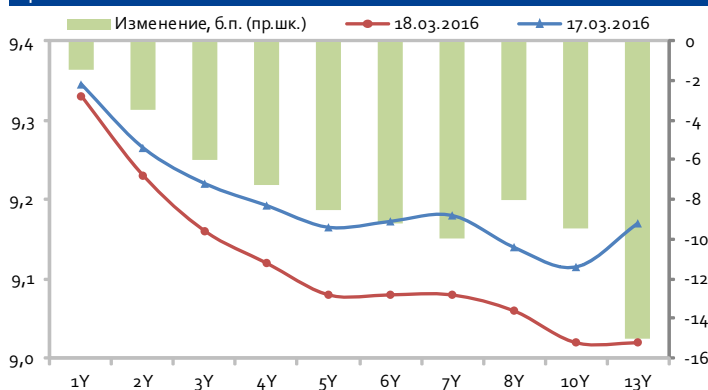
Источник: Bloomberg, PSB Research

ОФЗ: решение ЦБ нивелировалось валютным фактором

Конъюнктурно, решение российского Центробанка является негативным для рынка ОФЗ – кривая госбумаг накануне заседания регулятора торговалась с дисконтом к ключевой ставке в размере 180 б.п. Однако рост цен на нефть и обновление рублем максимумов в текущем году позволили продолжить ралли в госбумагах – кривая вплотную приблизилась к отметке 9% годовых по среднесрочным и длинным ОФЗ, продемонстрировав снижение за день на 10-15 б.п. При этом инверсия кривой выросла за счет сохранения умеренно жесткой риторики ЦБ на фоне сохранения позиции по достижению 4% по инфляции в 2017 г.

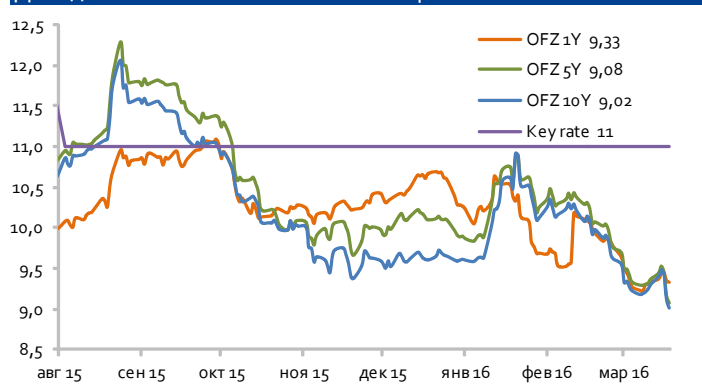
В результате, дисконт к ключевой ставке приблизился к 200 б.п., что не представляют спекулятивного интереса. При этом, как мы отмечали ранее, покупки ОФЗ носят «структурный» характер и обусловлены спросом со стороны банков для выполнения норматива краткосрочной ликвидности LCR. В результате в текущем году данный спрос вполне может опустить кривую ниже 9,0% годовых.

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ



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 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
Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

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

© 2016 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.