

Заседание Банка России: регулятор сохранит статус-кво

Ожидаем, что на заседании 29 апреля Банк России сохранит ключевую ставку на текущем уровне - 11% годовых, несмотря на замедление инфляции до 7,3% в марте. Основные «инфляционные» факторы для ЦБ РФ остаются прежними: неустойчивость тренда замедления инфляции и влияние разовых положительных факторов, а также неопределенность бюджетной политики при притоке ликвидности в банковскую систему за счет финансирования дефицита бюджета из резервного фонда.

Учитывая данные факторы, Банк России возобновит цикл снижения ключевой ставки не ранее II п/г 2016 г., снизив ее до 9,5% к концу года.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

С момента предыдущего заседания Банка России, прошедшего 18 марта, регулятор в большинстве пресс-релизов и комментариев указывает на два ключевых риска, которые могут не позволить к концу 2017 г. снизить инфляцию до 4%. Во-первых, это неустойчивость тренда замедления инфляции и влияние разовых положительных факторов: снижение мировых продовольственных цен и укрепление рубля. Во-вторых, несбалансированность бюджета: приток ликвидности в банковскую систему за счет резервного фонда в 2016 г. ожидается регулятором в размере 3,8 трлн. руб. Рассмотрим данные ключевые факторы более подробно.

Инфляция: в апреле замедление роста цен ожидаемо прекратилось

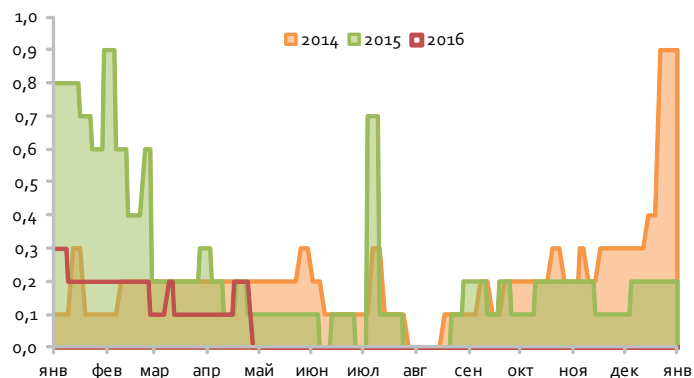
Высокая база прошлого года по инфляции в I квартале фактически завершила свою работу – за счет данного эффекта годовая инфляция по итогам марта опустилась до 7,3%. В апреле инфляционная картина кардинально изменилась – недельные данные перестали декларировать замедление годовой инфляции, а последняя статистика показала ускорение недельной инфляции до 0,2% после ее стабилизации на уровне 0,1% с начала марта.

Так, инфляция в РФ с 12 по 18 апреля составила 0,2%; с начала месяца рост цен к 18 апреля составил 0,4%, с начала года - 2,4%. При этом, среднесуточный прирост цен за 18 дней апреля составил 0,020%; за апрель 2015 года - 0,015%. Если экстраполировать среднесуточный рост цен за 18 дней апреля на весь месяц, итоговый показатель по апрелю составит 0,6%, а годовая инфляция может ускориться до 7,4% с 7,3% в марте.

Сезонная очистка инфляции на примере сравнения накопленной инфляции с начала года в 2013 г. (относительно низкое влияние валютного фактора на инфляцию; индексирование тарифов перенесено на июль) и 2016 г. также указывает на возрастание инфляционного давления в апреле (данное наглядное сравнение было использовано в февральском обзоре «О чем говорят тренды» экономистами ЦБ РФ). В частности, на 22 апреля 2013 г. накопленная инфляция составила 2,3%, тогда как в 2016 г. – 2,5% (исходя и среднесуточных значений инфляции с 1 по 18 апреля). Отметим, что наблюдаемое ускорение недельной инфляции в апреле может стать следствием повышения акцизов на топливо с начала месяца (ЦБ оценивал данный эффект в 0,3% к инфляции).

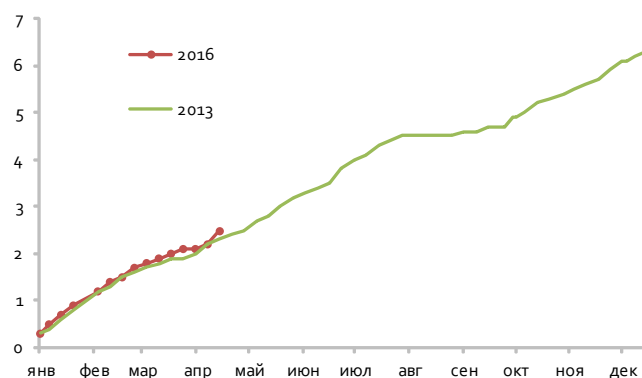
В мае-июне при этом начнет работать эффект низкой базы прошлого года, сформированной за счет стремительного укрепления рубля в I п/г 2015 г. Так, в мае и июне 2015 г. месячная инфляция замедлилась до 0,35% и 0,19% соответственно, что является абсолютным минимумом по инфляции в данные месяцы в новейшей истории. Также в части сопоставления стоит отметить, что рубль с минимумов января по июнь в 2015 г. окреп на 30%, тогда как с минимумов января 2015 г. в 2016 г. укрепление национальной валюты пока составило порядка 20% (до апрельских максимумов).

Динамика недельной инфляции



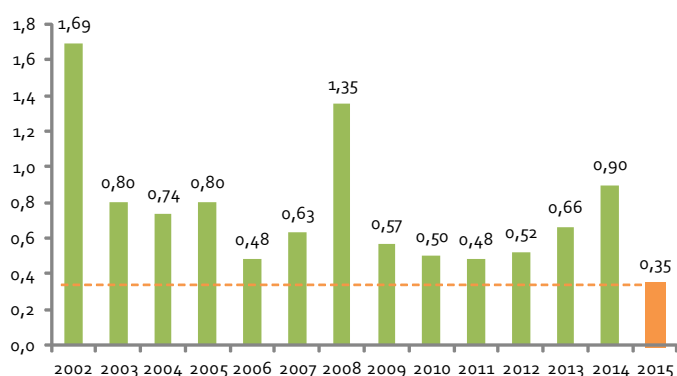
Источник: Bloomberg, PSB Research

Накопленная инфляция с начала года, %



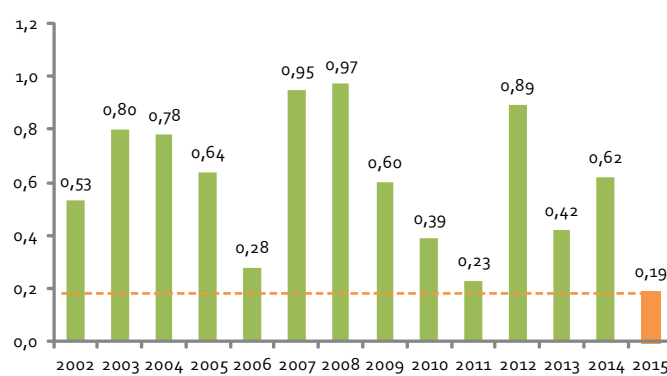
Источник: Bloomberg, PSB Research

Ежемесячные значения по инфляции: май



Источник: Росстат, PSB Research

Ежемесячные значения по инфляции: июнь

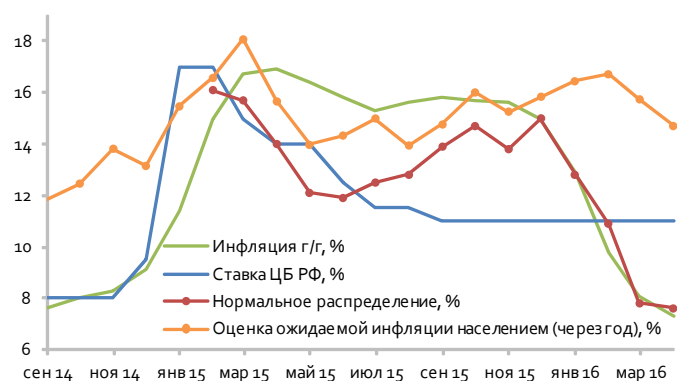


Источник: Росстат, PSB Research

Риторика регулятора относительно мартовских опросов населения по инфляционным ожиданиям, а также динамики трендовой инфляции, по-прежнему не дает сигналов о снижении ставки на ближайших заседаниях.

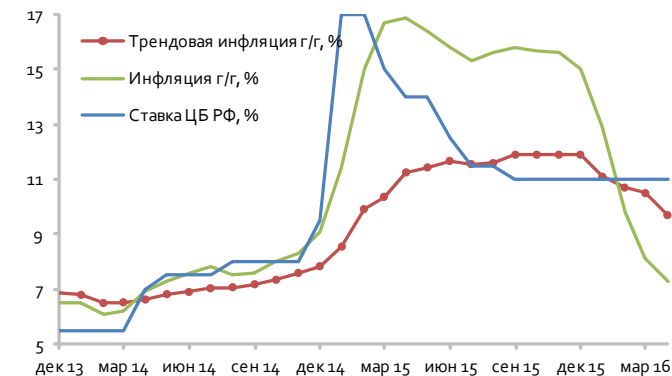
Так, по оценкам Банка России, инфляционные ожидания населения в марте 2016 г. продолжили снижаться, однако скорость их снижения по сравнению с февральским наблюдением замедлилась. По данным мартовского опроса, оценки с использованием нормального и равномерного распределений представлений о будущей инфляции составили 7,6 и 7,6% соответственно (7,8 и 7,7% в феврале). Медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед уменьшалось второй месяц подряд (до 14,7%), но все еще остается на повышенном уровне. При этом качественные оценки инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев несколько ухудшились: увеличилась (на 3 п.п. до 18%) доля респондентов, которые в следующем году ожидают ускорения роста цен.

Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Трендовая инфляция по итогам марта замедлилась до 9,7% по сравнению с 10,5% в феврале, что существенно выше фактической инфляции, на которую, по мнению ЦБ РФ, в настоящее время влияют временные благоприятные факторы. При этом экономисты Банка России отмечают, что «трендовая инфляция по-прежнему существенно превышает фактическую инфляцию», а «риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 г. сохраняются».

В результате инфляционный фактор пока по-прежнему говорит за сохранение консервативной денежно-кредитной политики Центробанка. Не исключаем, что во II квартале ускорение инфляции может даже несколько превысить 8,0% на фоне повышения акцизов на топливо, а также низкой базы прошлого года, что будет сдерживать ЦБ от понижения ставки. При этом во II п/г 2016 г. ждем возобновления тренда по снижению инфляции и по итогам года ждем ее замедления до 7,0%-7,4%, что вплотную приблизится к ожиданиям ЦБ (инфляция в 2016 году в базовом сценарии ЦБ замедлится до 6-7%).

Несбалансированность бюджета – риск для ДКП ЦБР

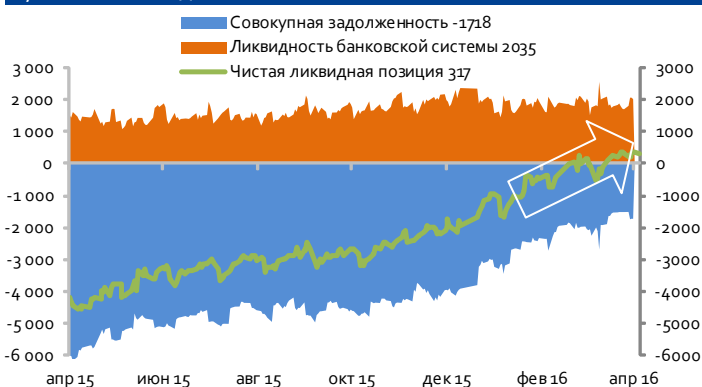
Второй немаловажный фактор для Центробанка - это несбалансированность бюджета: приток ликвидности в банковскую систему за счет резервного фонда в 2016 г. ранее ожидался регулятором в размере 3,8 трлн. руб. при среднегодовых ценах на нефть 30 долл./барр., что может усилить инфляционное давление в экономике.

В апреле глава ЦБ Эльвира Набиуллина не раз заявляла, что бюджетный дефицит является одним из рисков для снижения инфляции, а неопределенность бюджетной политики - существенным проинфляционным фактором. Таким образом, наличие у Минфина бюджетной стратегии по нивелированию дефицита бюджета в среднесрочной перспективе является важным фактором для ЦБ.

По оценкам Банка России, если дефицит федерального бюджета в текущем году превысит 3% ВВП и будет профинансирован средствами Резервного фонда, то уже во II полугодии 2016 года банковский сектор может перейти к структурному профициту ликвидности (ранее замминистра финансов РФ Татьяна Нестеренко сообщала, что пока дефицит федерального бюджета РФ в 2016 году пока укладывается в 3,4% ВВП; в I квартале дефицит составил 3,7% ВВП). Первую конвертацию средств фонда для финансирования бюджета в ЦБ ожидают уже в апреле. Напомним, как мы отмечали ранее, схема финансирования дефицита бюджета за счет суверенных фондов является эмиссионным инструментом со стороны Банка России.

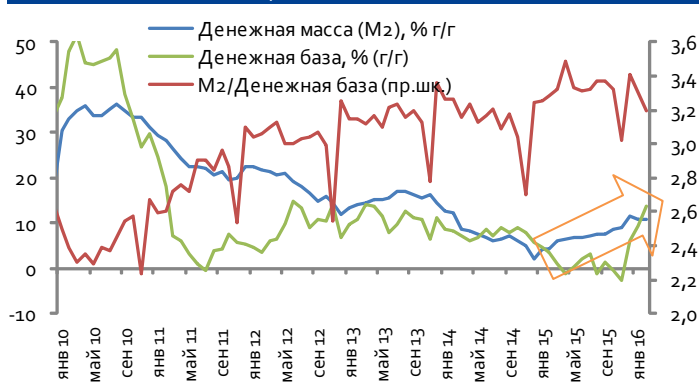
Дефицит ликвидности банковской системы (без учета валютных инструментов) с марта уже находится около нуля. При этом в марте наблюдалось ускорение роста денежной базы до 13,6% г/г при умеренной динамике М2 (10,7% г/г в феврале) на фоне сохранения слабого спроса на кредитные ресурсы банков, что пока не сигнализирует о существенном росте инфляционного давления.

Рублевая ликвидность банковской системы



Источник: Bloomberg, PSB Research

Изменение денежных агрегатов, % г/г



Источник: Bloomberg, PSB Research

На фоне наблюдаемого восстановления цен на нефть Правительство решило не вносить поправки в бюджет весной, отложив данный вопрос на осень (после прохождения выборов в Госдуму), что может явиться сдерживающим фактором для ЦБ по снижению ставки в ближайшее время. При этом предыдущие оценки ЦБ по дефициту бюджета (а значит и оценки объема поступающей ликвидности в банковскую систему), сделанные при среднегодовой цене на нефть 30 долл./барр., выглядят чрезмерно консервативными и могут быть улучшены во II п/г 2016 г. (наш прогноз - 44,8 долл./барр. в среднем по году, что, вероятно, позволит выйти на дефицит в размере 3% ВВП с учетом планового секвестра в 10%).

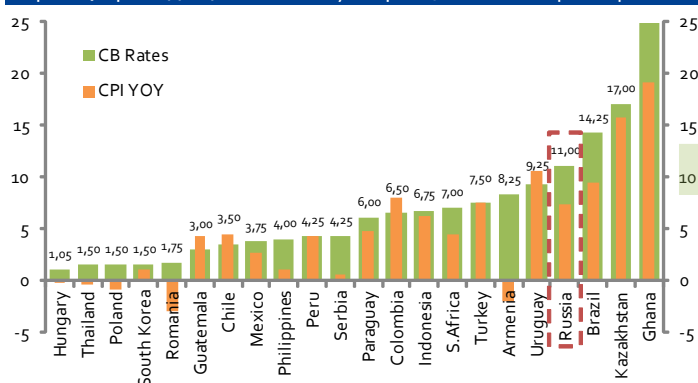
Умеренно жесткая ДКП в международном сравнении

На предыдущем заседании в марте ЦБ указал 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. Фактически, это будет выражаться в удержании более высокой реальной ставки по сравнению с Центробанками других развивающихся стран, проводящих политику инфляционного таргетирования.

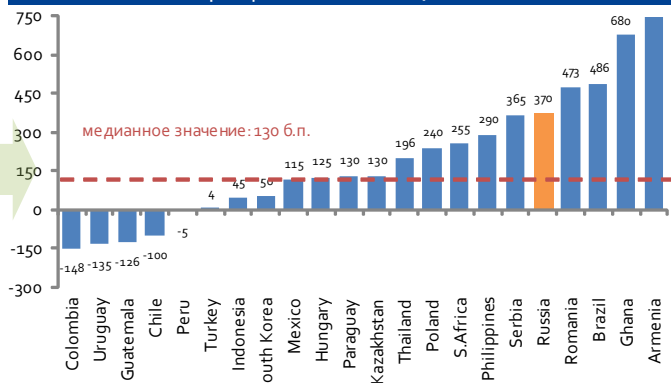
Так, медианное значение реальных ставок из данной выборки снизилось за месяц на 10 б.п. – до 130 б.п., тогда как реальная ставка ЦБ РФ возросла до 370 б.п. Сопоставимую жесткую политику, на наш взгляд, проводит лишь ЦБ Бразилии (реальная ставка – 486 б.п.), тогда как высокие реальные ставки в Румынии и Армении обусловлены временной дефляцией, а в Гене, наоборот, – сверхвысокими значениями инфляции и ставки.

Таким образом, не ждем, что ЦБ будет стремиться поднять реальную ставку еще выше: во II квартале на фоне ожидаемого ускорения инфляции реальная ставка будет находиться несколько ниже текущих значений, а в III-IV квартале восстановление тренда на замедление инфляции может стать сигналом для Центробанка по снижению ставки.

Страны, проводящие политику инфляционного таргетирования



Реальные ставки Центральных Банков, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Источник: Bloomberg, PSB Research

Наши ожидания и рекомендации

Как мы отметили выше, пока все ключевые факторы, на которые Банк России обращает внимание при принятии решения по ключевой ставке, говорят за сохранение текущей денежно-кредитной политики на ближайшем заседании 29 апреля. Таким образом, учитывая ожидаемое ускорение инфляции во II квартале при медленном снижении трендовой инфляции и инфляционных ожиданий, а также сохраняющуюся неопределенность в бюджетной политике, регулятор для сохранения таргета по инфляции в размере 4% в рамках 2017 г., вероятнее всего, не станет снижать ставку на апрельском заседании.

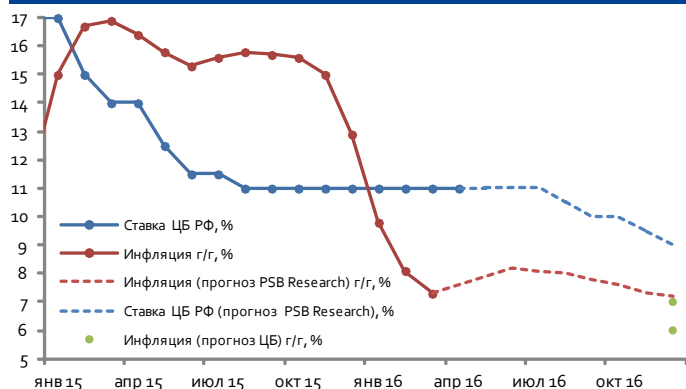
Одновременно, эти же факторы говорят о возможности возобновления цикла снижения ставки во II полугодии 2016 г., как за счет дальнейшего замедления инфляции, так и вероятного улучшения прогноза ЦБ по ценам на нефть и

бюджетному дефициту. При этом ожидания по уровню ставки на конец года оставляем прежними – 9,5% при замедлении инфляции до 7,0%-7,4% (реальная ставка составит 210-250 б.п., что останется выше текущего медианного значения 130 б.п.).

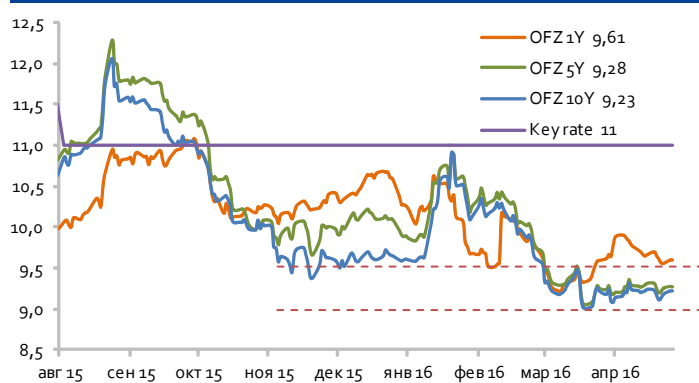
Что касается рынка ОФЗ, то доходности среднесрочных и долгосрочных госбумаг с марта закрепились в широком диапазоне 9,0%-9,5% годовых; в моменте доходности госбумаг консолидируются примерно посередине данного диапазона – на уровне 9,2%-9,3% годовых. На текущий момент мы не видим оснований для выхода доходностей ОФЗ из диапазона 9,0%-9,5% годовых, в то время как переход в диапазон 8,5%-9,0% годовых, на наш взгляд, является перспективой II полугодия.

Спрос банков на низковолатильные госбумаги – флоутеры и ОФЗ-ИН – по-прежнему будет поддержан структурными изменениями в уровне банковской ликвидности. Однако в условиях повышения вероятности достижения таргета ЦБ по инфляции более привлекательно со спекулятивной точки зрения выглядят ОФЗ-ПД.

В целом, мы не ждем, что сохранение ставки Центробанком на текущем уровне при сохранении прежнего таргета по инфляции сможет оказать воздействие на рынок госбумаг.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР


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 Полютков	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 Нухдин	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
Сибеев Руслан	sibaevrd@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	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.