

Решение ЦБ РФ: регулятор смягчил тон пресс-релиза

Банк России ожидаемо сохранил ключевую ставку на уровне 11%, по-прежнему отметив сохранение инфляционных рисков на повышенном уровне, которые связаны с медленным снижением инфляционных ожиданий, неопределенностью параметров бюджета, а также неоднозначностью наблюдаемых изменений в динамике номинальной заработной платы. При этом регулятор вернул в пресс-релиз фразу о возобновлении снижения ключевой ставки на одном из ближайших заседаний. Вместе с тем, мы сохраняем наши ожидания по смягчению ДКП ЦБ не ранее II полугодия 2016 г. при снижении ключевой ставки до 9,5% к концу года.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

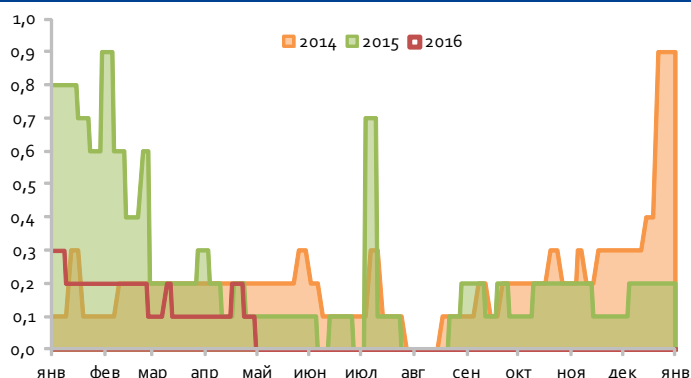
Инфляционные риски остаются прежними

Центральный Банк на заседании 29 апреля ожидаемо сохранил ключевую ставку на уровне - 11% годовых (см. наш обзор: «[Заседание Банка России: регулятор сохранит статус-кво](#)» от 26.04.2016 г.). При этом, основные «инфляционные» факторы для ЦБ РФ остаются прежними: медленное снижение инфляционных ожиданий, 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.

Так, инфляция по итогам марта замедлилась до 7,3%, однако уже в апреле данная тенденция может быть прервана: среднесуточный прирост цен за 25 дней апреля составил 0,020%; за апрель 2015 года - 0,015%. Если экстраполировать среднесуточный рост цен за 25 дней апреля на весь месяц, итоговый показатель по апрелю будет равен 0,6%, а годовая инфляция может ускориться до 7,4% с 7,3% в марте. В целом во II квартале не исключаем ее ускорения до 8,0%-8,1% на фоне роста акцизов на топливо и низкой базы прошлого года.

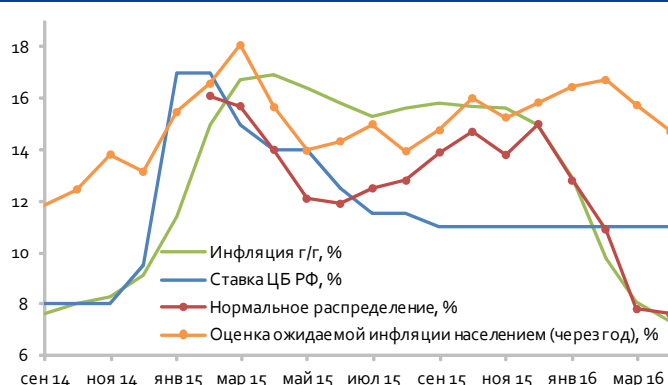
Банк России вновь указывает на неустойчивость тенденции замедления инфляции, отмечая существенный вклад в ее снижение разовых факторов, таких как «решения Правительства в части индексации зарплат, пенсий, регулируемых цен и тарифов, а также снижение мировых цен на продовольствие».

Динамика недельной инфляции



Источник: Bloomberg, PSB Research

Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

По-прежнему, ЦБ в качестве одного из ключевых инфляционных рисков указывает на медленное снижение инфляционных ожиданий к цели по инфляции, а также отсутствием среднесрочной стратегии бюджетной

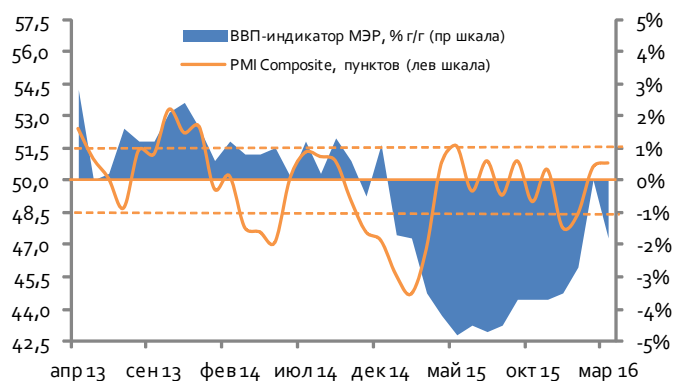
консолидации.

Как мы отмечали ранее, риторика регулятора относительно мартовских опросов населения по инфляционным ожиданиям, а также динамики трендовой инфляции, не давала 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: 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).

Что касается бюджетной политики, то 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. При этом регулятор отмечает, что «снижение процентных ставок в экономике продолжится даже при неизменности ключевой ставки», что «обусловлено планируемым расходом средств Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета и, как следствие, ожидаемым переходом банковского сектора к профициту ликвидности». Как ранее сообщалось, первую конвертацию средств фонда для финансирования бюджета в ЦБ ожидают уже в апреле.

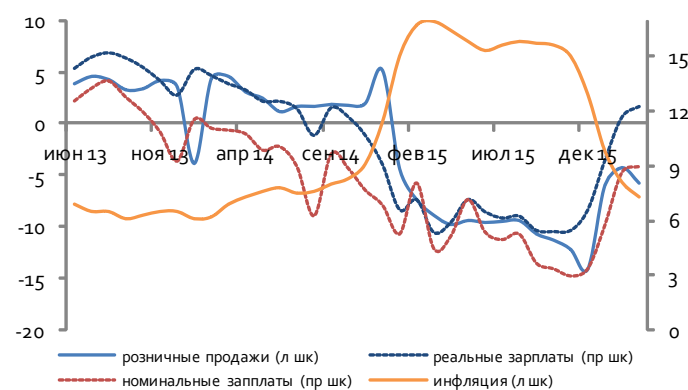
Также ЦБ указывает на несбалансированность нефтяного рынка, что несет в себе угрозу роста волатильности на валютном рынке, как проинфляционного фактора: «из-за сохраняющегося избытка предложения на нефтяном рынке риски снижения цен на нефть и его негативного влияния на курсовые и инфляционные ожидания также остаются достаточно высокими». Напомним, базовый сценарий Банк России предполагает прогноз средней цены на нефть в 2016 г. в размере 30 долл./барр., что, на наш взгляд, выглядит излишне консервативно – с учетом улучшения конъюнктуры на мировых рынках, ожидаем среднегодовой уровень цен на нефть в 2016 г. в размере ≈44 долл./барр.

Динамика ВВП и деловая активность



Источник: Bloomberg, PSB Research

Розничные продажи и доходы населения, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

С точки зрения состояния экономики ЦБ отмечает, что «основные макроэкономические показатели отражают повышение устойчивости российской экономики к колебаниям цен на нефть» за счет плавающего курса рубля, который частично компенсирует негативное влияние внешних шоков, а «происходящие сдвиги в экономике приближают ее вхождение в фазу восстановительного роста».

По данным МЭР, снижение ВВП РФ в марте 2016 года в годовом выражении составило 1,8%; за январь-март 2016 года ВВП РФ снизился на 1,4% по сравнению с аналогичным периодом 2015 года (в I квартале 2015 г. снижение ВВП составило 2,8%).

В целом, регулятор ожидает «переход квартальных темпов прироста ВВП в положительную область во второй половине 2016 года — начале 2017 года». Наши прогнозы по российской экономике близки к позиции регулятора –

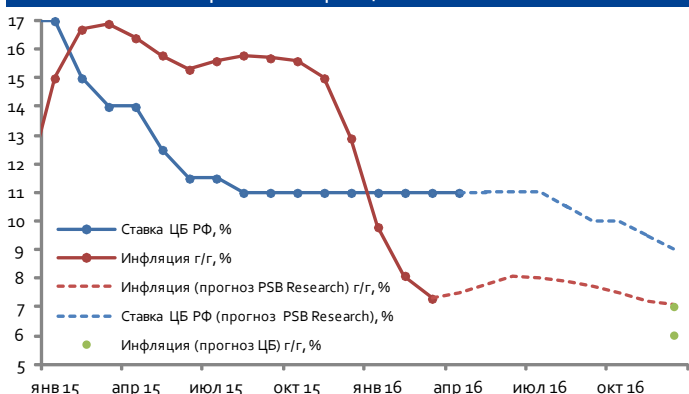
ожидаем около нулевого роста в I квартале 2017 г. при росте ВВП на 0,6% в целом за 2017 г. (в 2016 г. ждем снижения экономики на 1,6%).

Новым фактором инфляционных рисков, на который Банк России обратил внимание, стала динамика номинальной заработной платы. Так, рост номинальных зарплат в феврале и марте ускорился до 8,7% и 9,0% г/г, а динамика реальных зарплат вышла в положительную зону впервые с конца 2014 г. – до 0,6% и 1,6% соответственно.

Отметим, что количество работающих в РФ в марте 2016 г. относительно марта 2015 г. не изменилось и составило 71,6 млн человек, а рост безработицы до 6% был обусловлен ростом рабочей силы до 76,1 млн. человек. При этом в разрезе наиболее «трудоемких» отраслей (с высокой концентрацией рабочей силы) динамика реальных зарплат была выше совокупного показателя по стране, тогда как уровень зарплат в таких отраслях относительно общероссийского показателя оставался ниже. В частности при росте номинальных зарплат по РФ в целом на 8,7% в таких отраслях, как сельское хозяйство, производство пищевых продуктов, машин и оборудования, розничная торговля рост зарплат составил 7,9%-12,5%, в то время как их уровень относительно общероссийских был на 3%-44% ниже. Таким образом, наблюдается рост зарплат именно в низкооплачиваемых отраслях после существенного роста инфляции в прошлом году. При этом в секторе госуправления, обеспечения военной безопасности и социального страхования рост номинальных зарплат составил в феврале всего 0,7% г/г, тогда как уровень зарплат в данном секторе на 11% превышает общероссийский. В этом ключе мы пока не видим существенных рисков для инфляции в среднесрочной перспективе со стороны данного фактора.

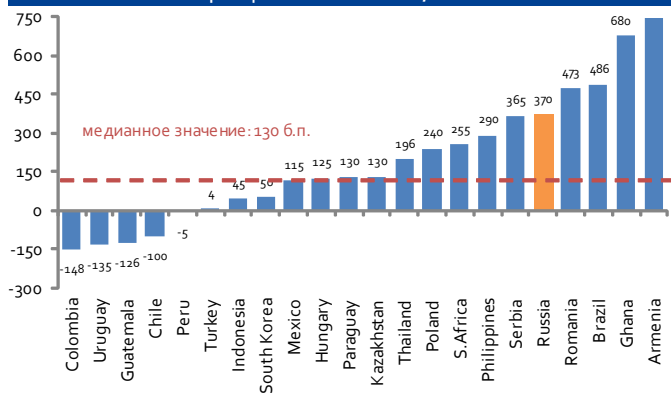
В целом, по итогам 2016 года ждем замедления инфляции до 7,1%-7,4%, что вплотную приблизится к ожиданиям ЦБ, озвученным ранее - инфляция в 2016 году в базовом сценарии ЦБ замедлится до 6-7%. При этом, «по прогнозу Банка России, с учетом принятого решения годовая инфляция составит около 5% в апреле 2017 года и достигнет целевого уровня 4% в конце 2017 года».

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Реальные ставки Централных Банков, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

При этом регулятор вернул в пресс-релиз фразу о возобновлении постепенного снижения ключевой ставки на одном из ближайших заседаний Совета директоров. Напомним, 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 выражается в удержании более высокой реальной ставки по сравнению с Центробанками других развивающихся стран, проводящих политику инфляционного таргетирования.

Как мы отмечали, 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.

В результате, возобновление цикла снижения ставки по-прежнему ждем 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%.

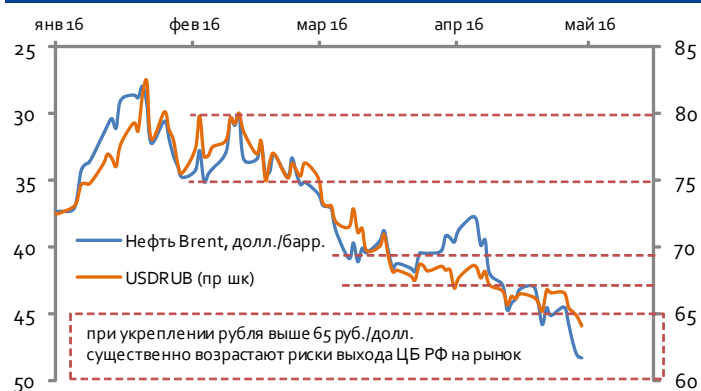
Валютный рынок

Решение Центробанка сохранить ставку вызвало локальный позитив на валютном рынке – рубль укрепился к доллару на 40 копеек, в очередной раз обновив максимум с начала года на уровне 64 руб./долл. Вместе с тем, фактор длинных праздников негативно сказался на валюте, котировки которой вернулись к отметке 64,3 руб./долл.

При этом ключевой движущей силой для рубля остаются цены на нефть, которые сегодня превысили 48 долл./барр. Среднесрочно ждем роста нефти к 46-48 долл./барр. в среднем во II квартале с выходом в зону выше 50 долл./барр. летом на фоне автомобильного сезона в США (начало – конец мая) и продолжения сжатия сланцевой отрасли в Америке. Это даст новый импульс рублю, который может окрепнуть до 62 руб./долл. в мае. Более сильное укрепление к 60 руб./долл. при этом вполне может подвигнуть ЦБ к выходу на валютный рынок.

«Бюджетный» фактор продолжает играть против рубля – рост цен на нефть опережает укрепление национальной валюты, что выражается в рублевой стоимости нефти, которая превысила 2800 руб./барр. Вместе с тем, среднее значение с начала года (2450 руб./барр.) остается заметно ниже минимально необходимого для исполнения бюджета уровня – 2700 руб./барр. (исходя из мартовских оценок МЭР).

Рубль и цены на нефть



Источник: Bloomberg, PSB Research

Нефть Urals в рублях



Источник: Bloomberg, PSB Research

ОФЗ

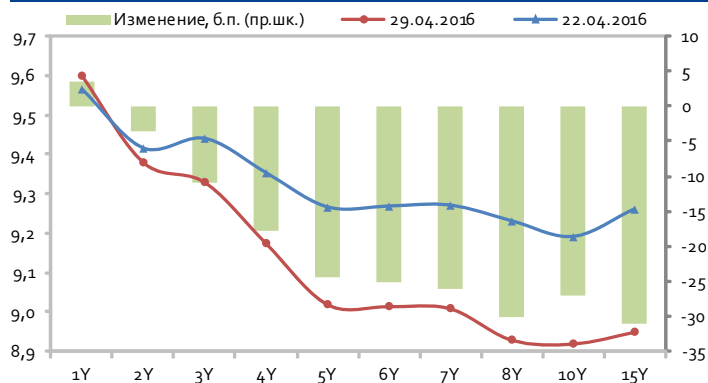
Что касается рынка ОФЗ, то доходности среднесрочных и долгосрочных госбумаг с марта закрепились в широком диапазоне 9,0%-9,5% годовых. Заявление регулятора о скором возобновлении снижения ставки было позитивно воспринято рынком – доходности долгосрочных ОФЗ опустились ниже 9% - до 8,92%-8,95% годовых.

При этом решимость ЦБ и сохранение таргета по инфляции в размере 4% в конце 2017 г. повышает уверенность инвесторов в существенном снижении

ключевой ставки в среднесрочной перспективе. В результате, стратегически покупка ОФЗ-ПД остается более привлекательной по сравнению с ОФЗ-ИН и дорогими флоутерами.

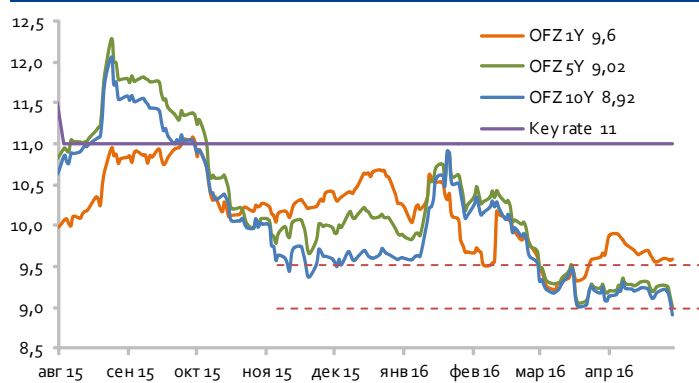
Вместе с тем, на наш взгляд, при фактическом сохранении ставки на уровне 11% доходность ОФЗ ниже уровня 9% годовых выглядит неустойчиво при отрицательном спреде более 200 б.п. В этом ключе, не исключаем попыток доходности в ближайшее время вернуться к отметке 9% годовых.

Кривая ОФЗ



Источник: 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.