

Заседание Банка России: риск роста волатильности на глобальных площадках может временно сдержать регулятора от снижения ставки

Ожидаем, что на заседании 10 июня Банк России сохранит ключевую ставку на текущем уровне - 11% годовых, несмотря на замедление инфляции, продолжившийся рост цен на нефть и укрепление рубля. В роли сдерживающих факторов сохранения ставки может выступить риск роста волатильности после заседания ФРС и референдума в Великобритании. К тому же в мае сохранялась «ястребиная» риторика регулятора из-за сохраняющихся инфляционных рисков, связанных бюджетным дефицитом, который финансируется за счет Резервного фонда и приводит к растущей банковской ликвидности. При этом на сегодняшний день большей ясности в бюджетной политике не появилось, вопрос секвестра бюджета, вероятно, сдвигается на осень.

*Александр Полютков
polyutovav@psbank.ru*

*Алексей Егоров
egorovav@psbank.ru*

Накануне предстоящего заседания Банка России мы решили объективно взвесить все «За» и «Против», которые могут повлиять изменение монетарной политики. При этом помимо ключевого и традиционного фактора – инфляции, мы рассмотрели факторы и события способные оказать влияние на предстоящее решение Банка России.

«За»

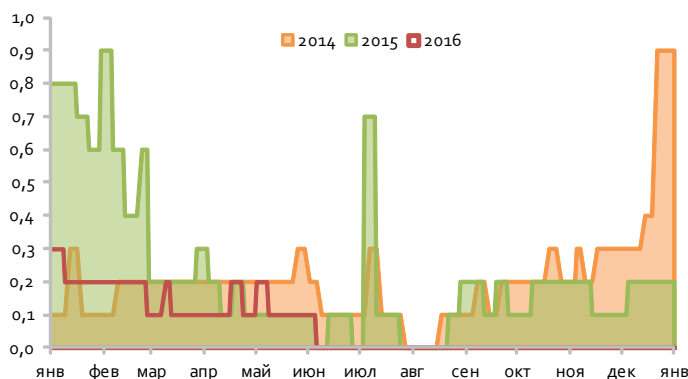
Инфляция замедлилась в апреле-мае и удерживается на уровне 7,3%.

В последнее время риторика ЦБ остается умеренно жесткой на фоне растущей ликвидности в банковской системе из-за бюджетного фактора – значительного дефицита бюджета в этом году, который финансируется из Резервного фонда. Все это приводит к росту банковской ликвидности и может нести инфляционные риски в перспективе, хотя фактическая годовая инфляция в России замедлилась и удерживается в апреле-мае на уровне 7,3%.

Тем не менее, уже в июне мы ожидаем небольшого всплеска годовой инфляции до 7,7-7,8% из-за эффекта низкой базы прошлого года. К тому же в июле ожидается индексация тарифов, на что регулятора также может обратить внимание, повременив с изменением ставки.

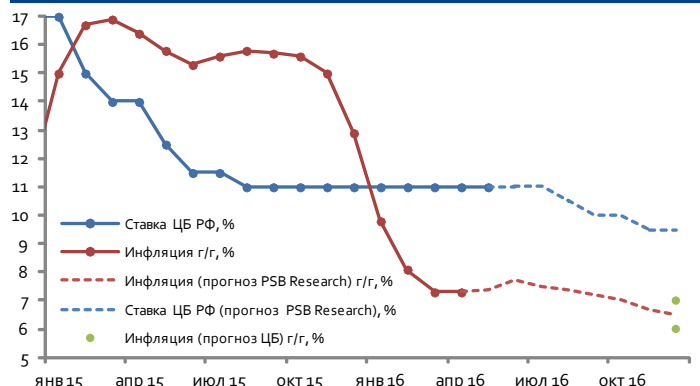
Впрочем, в июле-августе инфляция, скорее всего, возобновит снижение и к концу года достигнет целевого уровня ЦБ в 6%-7%. Таким образом, можно говорить о том, что политика регулятора по сохранению умеренно жесткой монетарной политики дает результат. Напомним, уровень таргетирования инфляции Банка России – 4% по итогам 2017 г.

Динамика недельной инфляции



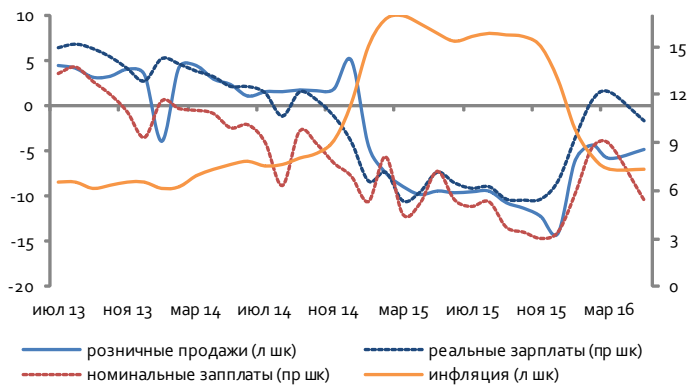
Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



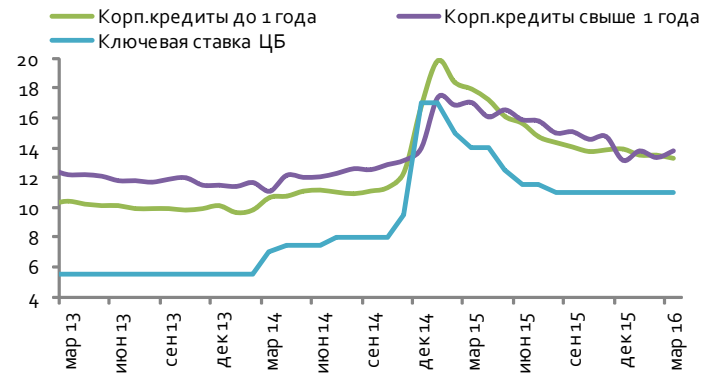
Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Розничные продажи и доходы населения, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ставки по кредитам для юридических лиц, %



Источник: Банк России, PSB Research

Рост доходов населения замедлился.

Вышедший блок статистики Росстата за апрель в части доходов населения должен несколько ослабить опасения ЦБ, озвученные в пресс-релизе по итогам апрельского заседания регулятора, относительно «неоднозначности наблюдаемых изменений в динамике номинальной заработной платы». Напомним, 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, что привлекло внимание ЦБ. Однако уже в апреле реальные располагаемые денежные доходы населения снизились на 7,1% г/г после падения по уточненным данным на 1,2% в марте, а средняя зарплата в реальном выражении продемонстрировала снижение на 1,7% г/г при замедлении роста номинальных зарплат до 5,4%.

Необходимость стимулирующих мер для экономики.

Несмотря на то, что экономика России замедлила свое снижение, в целом, дополнительные стимулы в виде уменьшения стоимости кредитов для реального сектора могли бы усилить эффект адаптации экономики. При этом движение вниз по ключевой ставке ЦБ во многом бы способствовало снижению ставок для корпоративных заемщиков. Впрочем, это не означало бы автоматического смягчения требований к заемщикам со стороны банков, и в конечном счете не привело бы к активному росту кредитных портфелей. К тому же на фоне инвестиционной паузы спрос со стороны бизнеса на кредитные ресурсы остается слабым.

В то же время даже при удержании ключевой ставки ЦБ на уровне 11%, в настоящий момент банки имеют возможность замещать ресурсы регулятора более дешевыми источниками фондирования как розничные депозиты и межбанковское кредитование. Отметим, что избыток банковской ликвидности будет стимулировать снижение процентных ставок на межбанке в зону между ключевой ставкой и депозитной ставкой Банка России, т.е. в нижнюю часть коридора ЦБ. При этом вслед за снижением стоимости привлекаемых ресурсов банки уже снижают ставки по кредитам, чтобы поддержать слабый спрос на заемные ресурсы со стороны реального сектора и населения в условиях спада в экономике. Впрочем, вряд ли удастся стимулировать спрос на кредитование исключительно за счет снижения кредитных ставок. Для возобновления инвестиционного цикла необходимы структурные реформы экономики, стабильность курса рубля и приемлемая инфляция, что позволит бизнесу и населению перейти к планированию более, чем на 1 год.

Улучшение рыночной конъюнктуры с момента последнего заседания ЦБ в апреле.

С момента последнего заседания банка России в конце апреля можно наблюдать довольно существенное улучшение ситуации как на внешних, так и на локальных площадках. Так, после публикации в начале июня слабых данных с рынка труда США резко сместились ожидания возможного ужесточения

монетарной политики ФРС, а рыночная вероятность повышения ставки на заседании 14-15 июня приблизилась к нулю. Все это способствовало ослаблению позиций доллар относительно мировых валют, а также росту спроса на рискованные активы. Кроме того, нефтяные котировки несколько раз обновили максимумы текущего года, превысив 52 долл. за барр. марки Brent. Подобный позитив позволил рублю вырваться из сформированного еще в середине апреля диапазона 64,5-67,0 руб. и достигнуть уровня 63,5 руб., что является минимумом текущего года. Напомним, что текущие уровни цен на «черное золото» заметно отличаются от прогнозных значений ЦБ на 2016 г. в 30 долл. за барр., при этом среднее значение нефти Brent с начала года составило около 40 долл. за барр. Тем не менее, нельзя исключать, что волатильность в нефти в течение года может сохраниться (ждем слабый 4 кв.) и однозначно говорить о сформировавшемся восходящем тренде говорить пока рано.

«Против»

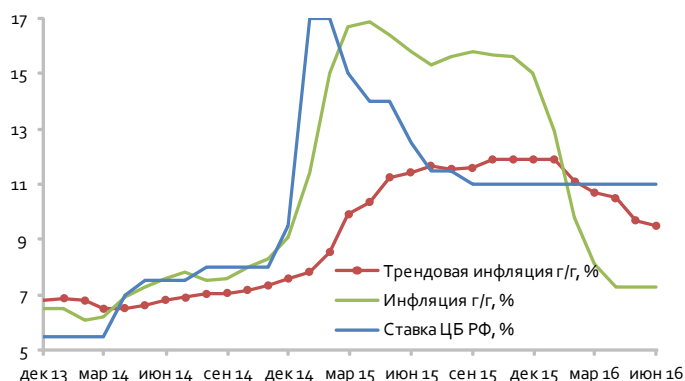
В апреле трендовая инфляция по-прежнему была выше официальной, а инфляционные ожидания снизились, но остались на повышенном уровне.

Оценка годовых темпов трендовой инфляции в апреле снизилась до 9,5% с 9,7% в марте, оставаясь четвертый месяц подряд выше официальной инфляции, по данным ЦБ. При этом комментарий экономистов регулятора в пресс-релизе остался фактически прежним: «риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 г. сохраняются. Трендовая инфляция все еще остается на высоком уровне и снижается медленно».

Апрельские инфляционные ожидания, по оценке Банка России, снизились, однако по-прежнему все еще сохраняются повышенными. Так, оценки с использованием нормального и равномерного распределений представлений о будущей инфляции составили по 7,2% (против 7,4% марте); медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед снизилось на 0,1 п.п. – до 14,6%. При этом, ЦБ отмечает, что существенно сократилась доля тех, кто ожидает ускорения инфляции.

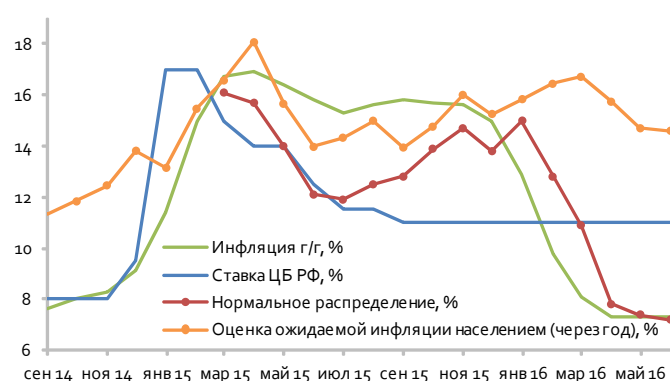
В целом, апрельские данные трендовой инфляции и инфляционных ожиданий выступают за сохранение ключевой ставки. Впрочем, возможно, что более актуальные данные индикаторов инфляции за май несколько скорректируют общую картину, но данные будут доступны традиционно в середине месяца.

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

Структурный профицит банковской ликвидности и сегментация на рынке формирует риски роста инфляции и появления перегретости в отдельных активах.

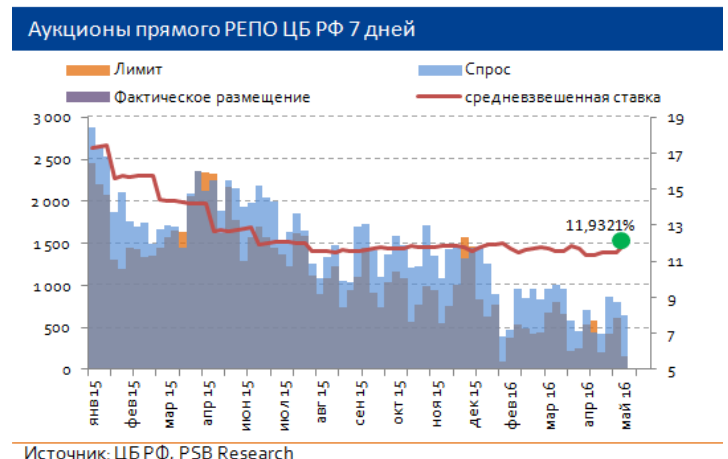
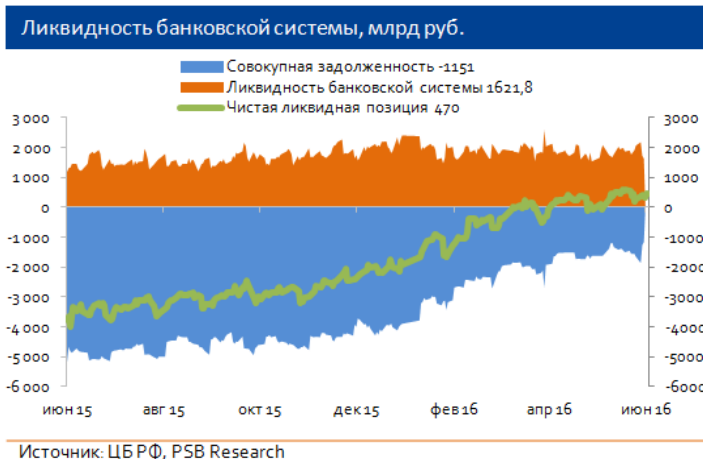
С начал текущего года банки за счет поступления бюджетных ресурсов продолжили активно сокращать задолженность перед монетарными властями. Так, совокупная задолженность перед ЦБ сократилась с 3,683 трлн руб. до 0,873 трлн руб. При этом уровень остатков на счетах в ЦБ удерживаться вблизи

отметки 2 трлн руб. При этом федеральный бюджет продолжает оставаться дефицитным – в период с января по апрель 2016 г. дефицит составил 1,233 трлн руб. (первичный дефицит «-996 млрд руб.»).

В то же время несмотря на кажущийся избыток рублевой ликвидности, который позволят коротким ставкам МБК удерживаться вблизи отметки ключевой ставки, можно отметить, что в банковской системе сохраняется сильная сегментация. Особенно остро, как мы полагаем, проблема стоит среди средних и малых банков.

Несмотря на то, что ставки Mosprime o/n и Ruonia преимущественно удерживаются вблизи отметки ключевой ставки, тем не менее, проводимые аукционы рублевого РЕПО ЦБ показывают повышенный спрос на предлагаемые ресурсы. Ставки по итогам аукционов рублевого РЕПО, проводимого на этой неделе, приблизились к верхней границе процентного коридора ЦБ – вблизи отметки 12%. Кроме того, банки активно привлекают ресурсы через инструменты постоянного действия – по фиксированной ставке, что также подтверждает проблему с сегментацией на рынке.

В свою очередь, проблема сегментации (избыток ликвидности у одних участников и повышенный спрос у других участников) создает на рынке предпосылки для формирования перегретости в отдельных инструментах финансовых рынков (ОФЗ, корпоративные рублевые облигации и др.). В подобных условиях снижение ключевой ставки может лишь усилить существующую рыночную диспропорцию в банковской системе.



Предстоящие события на внешних рынках формируют риски для роста волатильности.

Среди рисков, способных изменить рыночный сантимерт, можно назвать два события, которые состоятся после пятничного заседания Банка России. Так, 14-15 июня состоится заседание ФРС по ставке в США, а 23 июня пройдет референдум в Великобритании по Brexit. Несмотря на то, что последние данные с рынка труда снизили вероятность возможного ужесточения монетарной политики ФРС в июне практически до нуля, тем не менее, ожидания рынка могут претерпеть сильные изменения, если риторика главы регулятора по итогам заседания может иметь ястребиный характер. Кроме того, пока не до конца ясно какие последствия для рынка могут иметь итоги референдума по выходу Великобритании из ЕС.

Подводя итоги можно сказать, что данные события могут спровоцировать коррекцию мировых рынков, в том числе и российских, добавив волатильности российскому рублю, ослабление которого является одним из основных источников всплеска инфляции.

Валютный рынок

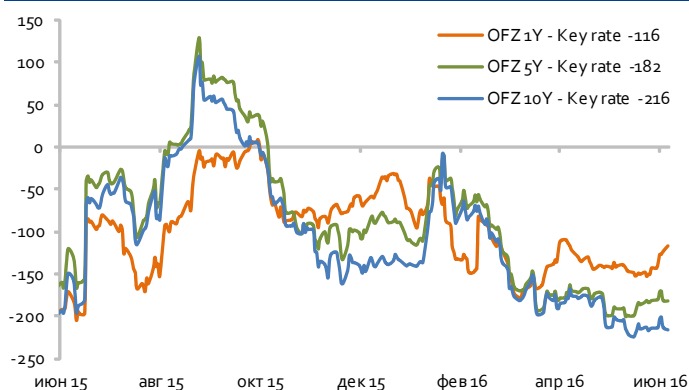
При поддержке котировок нефти, которые превысили уровень 52 долл. за барр., рубль в начале июня смог продемонстрировать укрепление и опуститься ниже сформированного еще в середине апреля диапазона 64,5-67,0 руб. При этом даже с учетом укрепления к уровню 63,5 руб. рубль продолжает сохранять нереализованный потенциал по укреплению позиций. Так, при нахождении котировок нефти вблизи уровня 52 долл. за барр. фундаментально обоснованный курс рубля находится вблизи 61,5 – 62,5 руб. Тем не менее, пока потенциал остается не реализованным. Мы полагаем, что итоги заседания Банка России, не зависимо от результата, могут выступить в роли катализатора, который позволит рублю реализовать часть сформированного потенциала, что приведет к укреплению позиций национальной валюты в пределах 1,0-1,5 руб. по отношению к доллару.

ОФЗ

В последние дни ОФЗ заметно выросли в цене, сместившись вниз по доходности на средне- и долгосрочном участке кривой на 15-25 б.п. (за неделю) на фоне укрепления рубля и закрепившейся выше 50 долл./барр. нефти Brent. К тому же рыночная вероятность повышения ставки ФРС снизилась «до нуля» после слабых данных с рынка труда в США в минувшую пятницу. Все это усиливает ожидания рынка, что российский регулятор пойдет на понижение ставки в конце недели, 10 июня. В итоге, дисконт доходности ОФЗ к ставке ЦБ увеличился, превысив 200 б.п. (в длине 230-235 б.п.), что, на наш взгляд, выглядит излишним, поскольку доходности гособлигаций находятся на досанкционных уровнях и при более устойчивой экономической ситуации, когда цены на нефть были выше 100 долл. за барр.

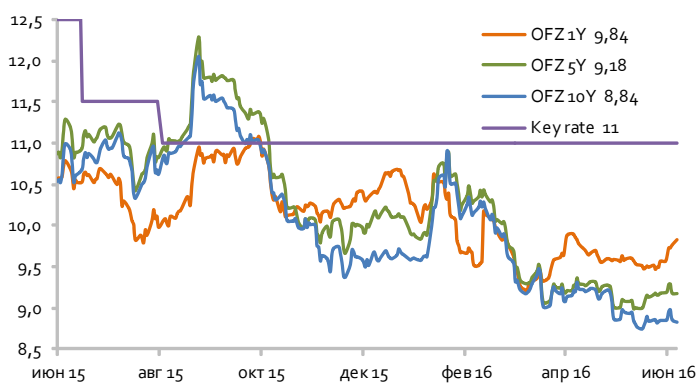
Безусловно, в текущей ситуации в качестве факторов спроса можно отметить избыток банковской ликвидности в условиях ограниченного выбора инструментов вложений. При этом в случае снижения ставки ЦБ на рынке ОФЗ может произойти дополнительное снижение доходностей на ожиданиях дальнейших смягчений монетарной политики. В этом ключе потрясения на внешних рынках, которые нельзя исключать (ситуация в экономике Китая, США и др.), могут стать поводом для сильной коррекции в ОФЗ, угрожая финансовой стабильности. В случае сохранения ЦБ ключевой ставки на уровне 11% и «ястребиных» комментариев кривая ОФЗ может вновь начать тяготеть к уровню 9% годовых.

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

Резюме

Мы полагаем, что российский ЦБ проявит осторожность с решением по ставке перед значимыми в глобальном контексте событиями – заседание ФРС и итогов референдума в Великобритании с целью предотвратить излишнюю волатильность на рынке. Мы считаем, что по итогам заседания 10 июня ЦБ сохранит ключевую ставку 11% и приступит к ее снижению не ранее 2 пол., возможно уже в июле. На конец года ожидаем снижение ставки до 9,5%-10%.

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

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

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.