



Мировые рынки

Признаки ускорения инфляции всколыхнули рынок UST

Опубликованный вчера отчет ФРБ Филадельфии за апрель подтвердил вышедший накануне отчет Бежевой книги (основной документ, используемый на предстоящем 1-2 мая заседании FOMC) в том, что в некоторых случаях уже наблюдается "драматическое" повышение цен, вызванное введением импортных пошлин на сталь и алюминий (некоторые производители на ожиданиях дальнейшего роста цен заполняют свои склады производственными запасами). Общая оценка бизнес-условий в апреле оказалась лучше, чем в предшествующем месяце: из-за возрастающего спроса отмечается дефицит некоторых товаров, который транслируется в увеличение сроков их поставки, также наблюдается дефицит сотрудников по широкому перечню квалификаций (однако эффект на зарплаты все еще не проявляется). Такое сочетание макроданных выступает в пользу повышения ключевой ставки, скорее, еще 3 раза по 25 б.п. в этом году. В условиях спада волны бегства в качество рынок UST отреагировал на данные ростом доходностей (+5 б.п. до 2,92% по 10-летним UST), которые вплотную приблизились к максимумам этого года. Американские акции остаются в боковике между 200- и 100- дневными скользящими средними (ужесточение монетарной политики и протекционистские меры являются препятствием для долгосрочной игры на повышение).

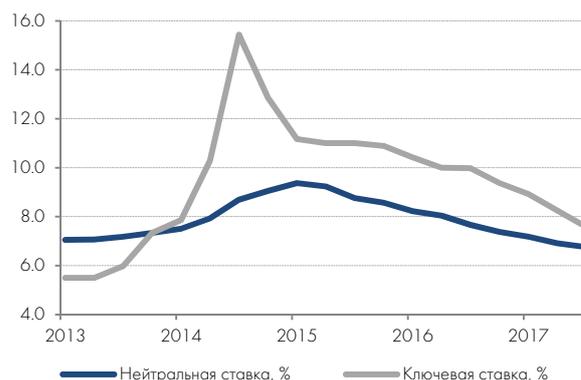
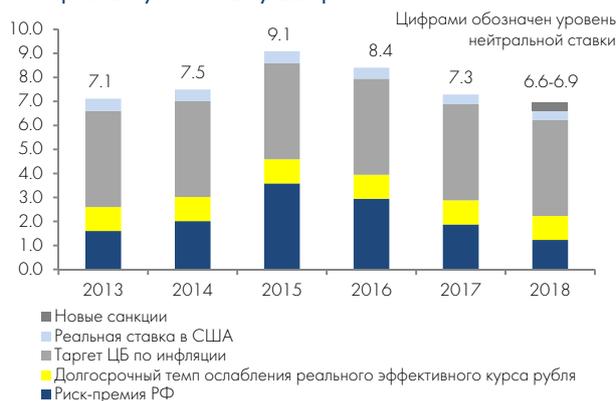
Денежный рынок и ОФЗ

ЦБ может скорректировать уровень нейтральной ставки

Вчера ЦБ в своем обзоре "О чем говорят тренды" заявил о том, что уровень нейтральной ставки может быть пересмотрен в сторону повышения. Регулятор отмечает, что российская риск-премия (оценка на основе 5-летнего CDS) выросла почти на 50 б.п. за месяц, и если это изменение окажется устойчивым, уровень ключевой ставки, соответствующий нейтральной денежно-кредитной политике, возрастет, а потенциал для дальнейшего ее снижения, соответственно, уменьшится. Ранее в марте регулятор отмечал, что по его оценкам, нейтральная ставка находится в диапазоне 6-7%, и к ней планируется перейти в конце 2018 г.

Нейтральный уровень ставки - это такой уровень, который не оказывает избыточного сдерживающего или стимулирующего влияния на экономику, т.е. это такая ставка, которую ЦБ должен установить в долгосрочном периоде (в отсутствие шоков). Отметим, что этот уровень обязательно должен соответствовать ряду ключевых макрофинансовых параметров и компенсировать ослабление курса национальной валюты, страновой риск и инфляцию, а также должен быть не меньше реальной доходности в долларах (**нейтральная ставка = реальная ставка в США + ослабление реального эффективного курса рубля + таргет ЦБ по инфляции + страновая риск-премия**). Отметим, что в формуле фигурирует сумма не текущих, а долгосрочных (трендовых) значений.

Риск-премия может немного подтолкнуть ...что замедлит снижение ключевой ставки нейтральную ставку вверх...



Реальная ставка в США рассчитана по методу Laubach-Williams (источник: Bloomberg), а в качестве премии за риск мы взяли CDS 5Y (скользящее среднее за год), оценка долгосрочной динамики реального эффективного курса рубля сделана из тренда (данные BIS).

Если бы премия за риск не возросла, то, по нашим оценкам, нейтральная ставка осталась бы на уровне 6,5% (по формуле =0,4%+1+4%+1,1%). Однако есть основания полагать, что недавно возросшая премия (+40 б.п.) окажется устойчивой, т.к. пока маловероятно, что геополитические риски сойдут на нет. Если так, то оценка нейтральной ставки заметно повысится (до 6,9%), но формально останется в рамках ожиданий регулятора (т.е. не выйдет за пределы верхнего диапазона в 7%). Тем не менее, участники рынка ОФЗ пока ориентируются на более низкие уровни (6-6,5% годовых в среднесрочной перспективе), как следствие, если ключевая ставка стабилизируется в диапазоне 6,5-7%, то рынок испытает заметную коррекцию (+25-50 б.п. к текущим уровням доходностей). Мы считаем, что в ОФЗ присутствует потенциал для роста доходностей.

ЭКОНОМИКА

Повышение пенсионного возраста: за и против. См. стр. 2

Повышение пенсионного возраста: за и против

Повышение пенсионного возраста неизбежно?

Судя по всему, Правительство готовится к повышению пенсионного возраста. Так, на прошлой неделе Д. Медведев заявил о том, что этот вопрос обсуждается, и его решение назрело давно. Приблизительно в то же время были опубликованы и тезисы экономической стратегии ЦСР А. Кудрина. Документ не содержит подробностей и цифр, однако в нем отмечается, что на протяжении следующих 16 лет пенсионный возраст будет постепенно расти, и к 2034 г. достигнет 63 лет у женщин (сейчас 55 лет) и 65 лет у мужчин (сейчас 60 лет).

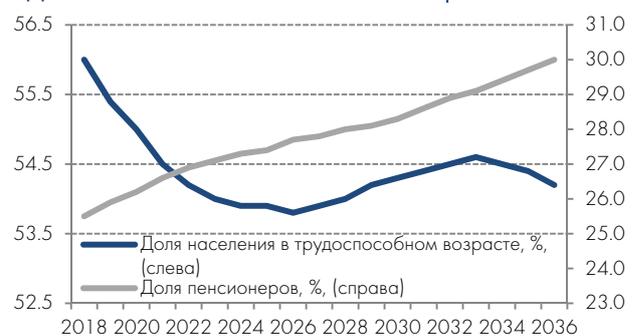
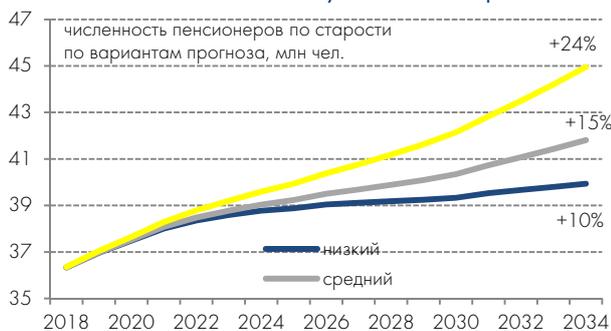
В РФ пенсионный возраст - один из самых низких в мире

Сторонники повышения пенсионного возраста отмечают, что в России на настоящий момент он один из самых низких в мире, и после выхода на пенсию устроиться на работу значительно сложнее, что фактически исключает человека из группы занятых. Кроме того, власти не раз отмечали, что действующий пенсионный возраст "морально устарел": сейчас качество человеческого капитала у людей предпенсионного возраста заметно лучше, чем например, в 1930-е годы (когда этот порог был установлен).

Нарастающие проблемы ПФР не позволяют отложить вопрос надолго ...

Впрочем, на наш взгляд, дискуссия о повышении пенсионного возраста возникла в ответ на прогнозируемые негативные демографические тренды ближайших десятилетий: 1) увеличение числа пенсионеров в абсолютном выражении, 2) снижение доли трудоспособного населения. По нашим расчетам, к 2024 г. (окончание текущего президентского срока) в России станет на 7-8% больше пенсионеров, а через 10 лет - почти на 10%. При этом доля трудоспособного населения, которое в основном платит страховые взносы, сократится с текущих 56% до 54% через 10 лет (см. график).

Население неуклонно стареет, что вынуждает повышать пенсионный возраст

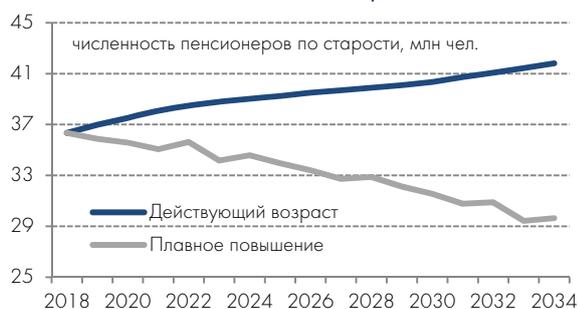


Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

... и будут только усугубляться по мере старения населения

Эти демографические тенденции усугубляют проблемы ПФР, которые власти, скорее всего, и хотят облегчить. Сейчас пенсии на 50% зависят от ежегодного трансферта (более 3,3 трлн руб.) из Федерального бюджета. При этом с каждым годом расходы ПФР на пенсии по старости будут расти (в среднем на 70 млрд руб./год в реальном выражении), а поступления от страховых взносов - постепенно снижаться, усиливая дефицит пенсионной системы. Плавное повышение пенсионного возраста позволит за следующие шесть лет сократить количество пенсионеров на 3-4%. По нашим расчетам, в среднем за этот президентский срок бюджет сможет сэкономить 400-500 млрд руб. в год в реальном выражении (см. график) при условии, что размер пенсий будет зафиксирован в реальном выражении (индексироваться на инфляцию).

Повышение пенсионного возраста позволит снизить количество пенсионеров...



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

... и сэкономить средства бюджета даже при повышении пенсий



■ Пенсия фиксируется в реальном выражении
■ Пенсия плавно растет на треть в реальном выражении к 2034 г.

Улучшить бюджет можно, даже постепенно повышая пенсии выше инфляции

Сэкономленные средства могли бы быть направлены на финансирование приоритетных расходов, например, на образование или здравоохранение. Впрочем, сценарий ЦСР предполагает постепенный рост размера пенсий в реальном выражении более чем на 30% за предстоящие 16 лет ("...поработал на 5 лет дольше - получил пенсию на треть выше."). Но и этот рост, если будет также происходить плавно (т.е. на 1,8% г./г. в среднем в реальном выражении), позволит снизить расходы на пенсии, хотя и в меньшем объеме - порядка 100-150 млрд руб. в год без учета инфляции (см. график выше).

Для населения минусы, скорее, превышают плюсы

При всех несомненных плюсах для бюджета повышение пенсионного возраста вряд ли встретит поддержку населения. Производительность труда в старости неуклонно снижается, а потому работники старше 55-60 лет при увольнении и поиске работы вряд ли смогут рассчитывать на адекватный уровень зарплаты (который был бы равен доходам работающего сейчас пенсионера). Кроме того, стоит отметить, что с повышением порога нетрудоспособности еще больше людей не смогут дожить до пенсии: например, для мужчин средняя продолжительность жизни составляет около 67 лет. При этом повышение пенсионного возраста вряд ли ощутимо увеличит занятость: сейчас работодатели неохотно берут на работу людей даже предпенсионного возраста, и ситуация здесь (по крайней мере, в частном секторе) вряд ли изменится. Правда, в государственном сегменте (где критерии ухода на пенсию, скорее всего, останутся формальными) работники смогут продолжать трудовую деятельность дольше.

В итоге для экономики позитив, связанный с повышением пенсионного возраста (улучшение бюджета и более высокие пенсии), будет во многом достигнут за счет ухудшения возможностей для людей предпенсионного возраста (по крайней мере, в ближайшие 10 лет). При этом постепенно их будет становиться больше по мере увеличения реального возрастного разрыва между ценными для рынка труда работниками (сейчас эта «граница» проходит около 40 лет) и людьми, имеющими право на пенсию по старости.

Станислав Мурашов
stanislav.murashov@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика сбавила обороты в феврале

«Майские» указы разогнали зарплаты, но пока не розничные продажи

Импорт продолжает активный рост

Росстат показал разные способы расчета доходов

Идеи А. Кудрина лягут в основу экономической политики нового президентского срока

Бюджетная политика

Бюджетный канал начинает открываться

Рынок облигаций

Размещение суверенных евробондов улучшит ликвидность saniруемых банков

Новое бюджетное правило позволило бы обойтись без заимствований ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: приток валюты в феврале оказался в рамках наших ожиданий

Интервенции Минфина создают потенциал для ослабления рубля

Инфляция

Инфляция «штурмует» 2%

Монетарная политика ЦБ

Инфляционные риски от «майских» указов беспокоят ЦБ

ЦБ вряд ли пойдет на активное снижение ставки сегодня

Повышение зарплат бюджетников может ограничить потенциал снижения ставки

Денежный рынок

Ликвидность из Федерального бюджета стерилизуется за счет прочих факторов

Вернется ли дисконт RUONIA к депозитной ставке ЦБ РФ к своему максимуму?

Налоги забрали из системы 1 трлн руб. и временно повысили RUONIA

Банковский сектор

Обзор банковского сектора: январское поступление валюты сменилось оттоком

Обзор банковского сектора: нетипичный приток валюты на корпоративные счета



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	Тинькофф Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
Сбербанк	



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 721 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 9852
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу в сети Интернет <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlrVnCC6c2YWt>, распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.