

## Заседание Банка России: регулятор вернется к смягчению монетарной политики

Полагаем, что на заседании 16 сентября Банк России снизит ключевую ставку на 50 б.п. до 10% после сохранения ее на неизменном уровне 29 июля. Скорее всего, ЦБ в первую очередь будет руководствоваться внутренними факторами, учитывая отсутствие принципиальных изменений со стороны внешних рисков. Причем, главным аргументом в поддержку данного решения станет динамика инфляции, которая снизилась в годовом выражении до 6,9% по итогам августа. Текущий спред между ключевой ставкой и инфляцией в размере более 360 б.п. представляется нам избыточным даже с учетом рисков, создаваемых профицитом ликвидности в банковской системе. Кроме того, в пользу смягчения денежно-кредитной политики выступают: снижение инфляционных ожиданий у населения, замена индексаций пенсий разовой выплатой и относительная устойчивость курса рубля.

Александр Полютов  
[Polyutovav@psbank.ru](mailto:Polyutovav@psbank.ru)

Роман Насонов  
[NasonovRS@psbank.ru](mailto:NasonovRS@psbank.ru)

### Внешние риски – принципиальных изменений не произошло

С момента последнего заседания Банка России, состоявшегося 29 июля, принципиальных изменений с точки зрения внешней конъюнктуры не произошло. Случившееся в августе обострение российско-украинских отношений на фоне крымских событий не получило своего развития, а Западные санкции были ожидаемо продлены без существенного ужесточения.

Вместе с тем, на мировых рынках в августе-сентябре несколько усилились ожидания повышения ставок в США под конец года на фоне заявлений представителей ФРС о приближении экономических индикаторов (рынка труда и инфляции) к целевым уровням, заложенным в денежно-кредитной политике, что получало подтверждение выходящей макростатистикой, хотя и не в полной мере. Впрочем, участники рынка не ждут изменения ставок в сентябре (рыночная вероятность мало отличается от ее значений в конце июля – 20% против 18%) в преддверии президентских выборов в США (8 ноября), при этом возросли ожидания ужесточения политики ФРС под конец года (вероятность поднялась с 35-36% до 55-60%). В этом ключе мы оцениваем риски повышения ФРС долларовых ставок как умеренные для сентябрьского заседания Банка России. К тому же, нельзя исключать, что макроэкономические условия могут не позволить американскому регулятору повысить ставку в декабре.

Что касается курса рубля, то благодаря росту нефтяных цен более чем на 10% с конца июля до 47 долл. за баррель национальная валюта оставалась достаточно стабильной и продемонстрировала небольшое укрепление к бивалютной корзине до 67-68 руб. При этом аналитики ЦБ в августовском бюллетене «О чём говорят тренды» отметили, что «в случае отсутствия новых внешних потрясений существует потенциал для дальнейшего снижения долларизации депозитов», которое продолжит поддерживать курс рубля, способствуя сохранению оттока капитала на пониженном уровне.

### ЦБ будет руководствоваться внутренними факторами

Мы считаем, что на предстоящем заседании ЦБ будет руководствоваться, главным образом, внутренними факторами, среди которых важнейшую роль будут играть инфляционные ожидания населения, показатели ликвидности банковского сектора и макроэкономическая статистика. Что касается последней, то восстановления российской экономики пока не наблюдается. По окончательной оценке Росстата, во II квартале 2016 г. ВВП сократился на 0,6% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года, что больше,

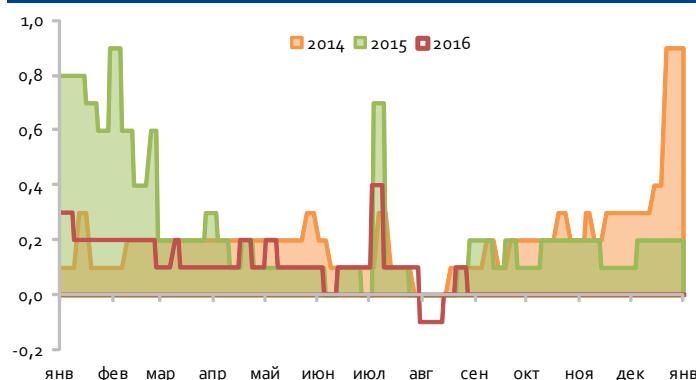
чем прогнозировалось Банком России (0,2-0,4%). Кроме того, по оценкам регулятора, умеренно жесткие условия кредитования корпоративных заемщиков будут сдерживать инвестиционную активность в краткосрочном периоде. Данные факторы, безусловно, оказывают влияние на проводимую регулятором денежно-кредитную политику (ДКП), но их значимость не стоит переоценивать. Согласно заявлению представителей ЦБ, отклонение фактического ВВП от его потенциального уровня невелико, а его спад носит в первую очередь структурный, а не циклический характер, поэтому определяющую роль в решениях по ключевой ставке сейчас играет инфляция, что уже неоднократно отмечалось в пресс-релизах регулятора.

### **Инфляция и инфляционные ожидания снижаются**

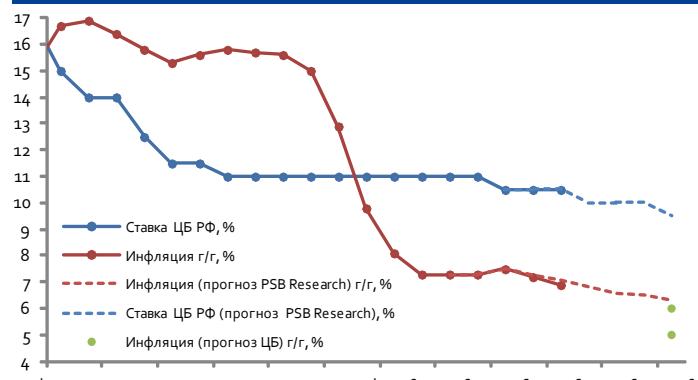
По данным Росстата, инфляция в августе составила 0%. Благодаря относительно высокой базе августа 2015 г., в котором наблюдался рост цен на 0,4%, в годовом выражении показатель снизился до 6,9% с 7,2% в июле. Позитивно на замедлении инфляции сказался сезон плодовоощной продукции: цены на продовольственные товары снизились на 0,6%, без учета овощей – выросли на 0,4%. Потребительские цены за неделю с 30 августа по 5 сентября также не изменились, в результате чего в годовом выражении инфляция замедлилась до 6,7-6,8%, что уже достаточно близко от верхней границы базового прогноза ЦБ по итогам года (5-6%).

В то же время более информативный для ЦБ базовый ИПЦ, исключающий плодовоощную продукцию, топливо и ряд услуг, в августе вырос на 0,4% после роста на 0,34% в июле, несколько подпортив позитивную картину. В августовском бюллетене «О чем говорят тренды», ЦБ также отмечал, что инфляционное давление в секторе непродовольственных товаров остается повышенным, но, тем не менее, сезонно сглаженная 4-недельная инфляция (в расчете на год вперед), по итогам первых трех недель августа снизилась до 4,4%. В сентябре ЦБ ждет продолжения продовольственной дефляции на фоне благоприятного прогноза по урожаю, что должно способствовать сохранению накопленной с начала года инфляции вблизи прогнозной траектории регулятора.

Снижению инфляционных рисков может способствовать и потепление отношений между Россией и Турцией, создающее предпосылки для снятия ограничений на ввоз турецких овощей и фруктов. Напомним, что вклад в инфляцию от запрета на импорт данной продукции ЦБ ранее оценивал на уровне 0,2-0,4 п.п.

**Динамика недельной инфляции**


Источник: Bloomberg, PSB Research

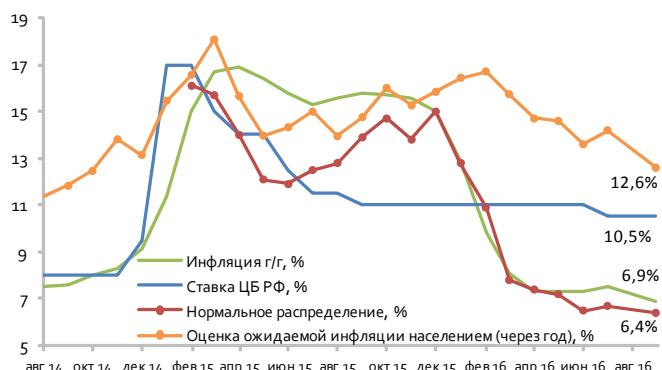
**Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция**


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

В пользу смягчения ДКП выступают и данные по инфляционным ожиданиям населения в августе, инерционность которых ЦБ ранее отмечал в качестве одного из главных рисков для достижения инфляцией целевого уровня 4% в 2017 г. Медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед уменьшилось на 1,7 п.п. до 12,6%, что является минимальным значением с октября 2014 г. Оценки с использованием нормального и равномерного

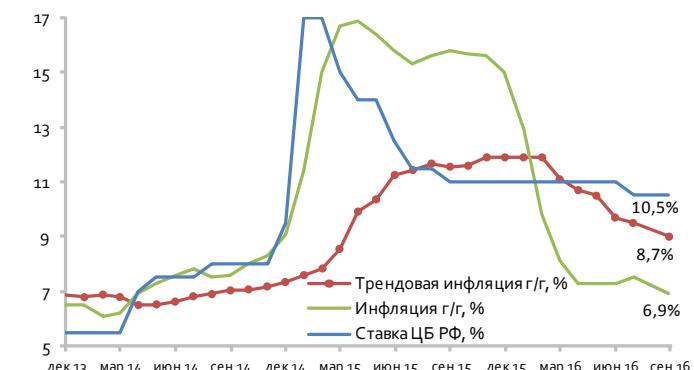
распределений представлений о будущей инфляции составили 6,4% и 6,3% соответственно, против 6,9% и 6,8% в июле. Доля респондентов, которые ожидают замедления инфляции, выросла на 2 п.п. до 18% и одновременно снизилась доля тех, кто считает, что она останется неизменной (на 4 п.п. до 51%). Ожидания респондентов относительно инфляции на месячном горизонте также улучшились, восстановившись до значений мая-июня. Оценки трендовой инфляции за август регулятор еще не представил, но в июле она снизилась до 8,7% по сравнению с 9% в июне. Исходя из комментариев ЦБ и оперативной статистики, в августе можно ожидать дальнейшего снижения данного показателя.

#### Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

#### Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

#### Риски для инфляции от роста з/пл не получили развития,...

Рост зарплат, который ЦБ ранее отмечал в качестве одного из инфляционных рисков, пока не получил своего развития. По оценке Росстата, в июле готовые темпы роста номинальных зарплат замедлились до 107,8% по сравнению со 108,7% в июне. Согласно данным опроса «инфОМ», риски возврата потребительской модели поведения пока невелики. В августе 2016 г. респонденты, как и ранее, предпочитали больше сберегать, считая настоящее время неблагоприятным для совершения крупных покупок, в том числе в кредит.

Важным аргументом для снижения ставки в сентябре может также стать недавнее решение Правительства не проводить повторную индексацию пенсий в текущем году. По оценке ЦБ, предложенная в качестве альтернативы разовая выплата пенсионерам в январе 2017 г. в сумме 5 тыс. руб. почти не скажется на инфляции. Так, разовая выплата пенсионной надбавки за счет перераспределения расходов из других статей бюджета может привести к дополнительному росту цен на 0,15 п.п. в 1 кв. 2017 г., но в целом за год эффект окажется минимальным. При росте расходов бюджета в 2017 г. соразмерно разовой выплате, дополнительный рост цен в 1 кв. 2017 г. составит 0,2 п.п., а по итогам всего года – 0,1 п.п.

#### ...но регулятор обеспокоен темпами потребкредитования

В своем последнем выступлении (перед заседанием ЦБ 16 сентября) на банковском форуме в Сочи глава ЦБ Э.Набиуллина выразила обеспокоенность рисками возможного быстрого роста необеспеченного потребительского кредитования (в сравнении с динамикой кредитования предприятий) на фоне формирования структурного профицита, что может затормозить процесс снижения инфляции. По ее словам, в августе кредиты населению без учета валютной переоценки выросли больше, чем кредиты предприятиям – на 0,8% против 0,2%. Ранее ЦБ не акцентировал внимание на данных рисках, которые к тому же вполне могут быть управляемыми регулятором. При этом модель поведения населения в условиях экономического спада продолжает оставаться направленной скорее на сбережение, чем на потребление, в том числе за счет кредитов. Скорее всего, регулятор предпочтет дождаться статистических подтверждений опережающего роста потребительского кредитования с учетом

сохранения сберегательных настроений у населения (по данным опросов «инфоМ»).

Таким образом, благоприятная динамика как фактической инфляции, так и инфляционных ожиданий, а также снижение некоторых инфляционных рисков являются весомыми аргументами для смягчения ДКП на сентябрьском заседании ЦБ.

### **Переход к профициту ликвидности является главной угрозой для смягчения ДКП**

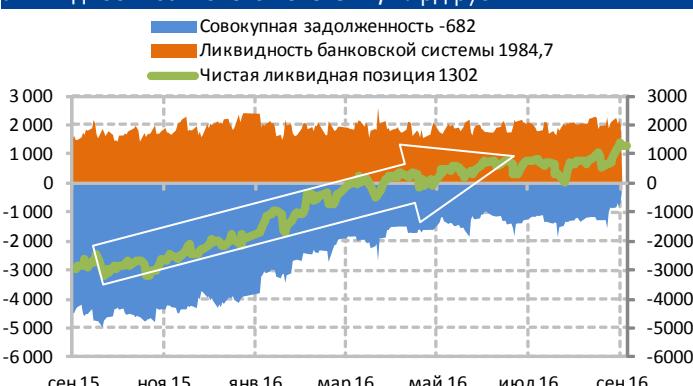
В пятницу Э. Набиуллина, выступая на банковском форуме в Сочи, заявила, что Банк России ожидает в ближайшие месяцы перехода к структурному профициту ликвидности, при котором ключевая ставка должна быть несколько выше, чем при ее структурном дефиците.

Фактически ЦБ уже сейчас вынужден изымать избыток ликвидности из банковской системы, проводя 7-дневные депозитные аукционы вместо аналогичных операций РЕПО. Проблему избыточной ликвидности порождает дефицит бюджета, в январе-августе 2016 г составивший 1,52 трлн руб. или 2,9% ВВП. В целях его финансирования в августе Минфин возобновил продажу иностранной валюты из Резервного фонда после перерыва в июне-июле. Объем поступившей по бюджетному каналу ликвидности составил 390 млрд руб., как и в апреле и мае. Ситуация осложняется тем, что запланированная на этот год приватизация Роснефти и Башнефти, скорее всего, уже не состоится, лишая бюджет, по экспертным оценкам, до 1 трлн руб. потенциальных доходов.

Скорее всего, ЦБ продолжит абсорбировать поступающий по бюджетному каналу излишек ликвидности через депозитные аукционы, депозитные операции «тонкой настройки», а также протестирует ОБР, тем самым стремясь удерживать ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки.

В качестве смягчающего фактора стоит отметить, что ускорения роста денежной массы пока не зафиксировано: по состоянию на 1 августа показатель M<sub>2</sub> составил 36,66 трлн руб., сократив годовые темпы роста до 12,2% против 12,3%, наблюдавшиеся месяцем ранее.

Ликвидность банковской системы, млрд руб.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Изменение денежных агрегатов, % г/г



Источник: Bloomberg, PSB Research

Что касается необходимости поддержания более высокого уровня ключевой ставки в условиях профицита ликвидности, то даже текущие фиксированные ставки по депозитам в 9,5% превышают годовую инфляцию более чем на 250 б.п., оставляя комфортный запас для смягчения монетарной политики.

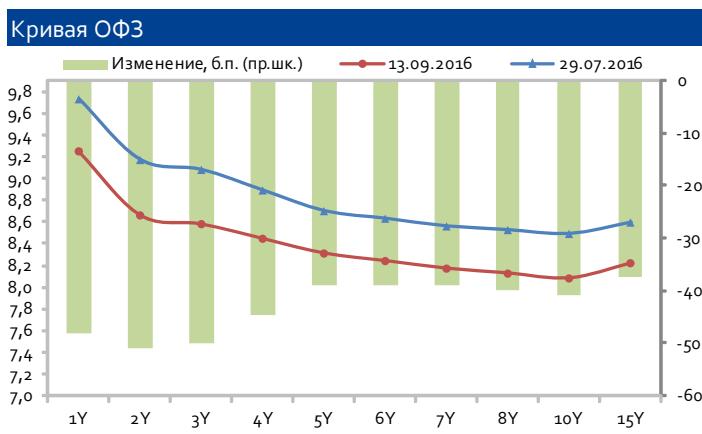
### **Наши ожидания и рекомендации**

Мы считаем, что в условиях заметного замедления годовой инфляции и снижения ряда инфляционных рисков, переход к профициту ликвидности не станет препятствием для снижения ключевой ставки на 50 б.п. до 10% на предстоящем заседании ЦБ 16 сентября. В то же время, более значительное смягчение ДКП крайне маловероятно, учитывая последовательный подход регулятора. Мы также не исключаем, что регулятор может пойти на еще одно

**Валютный рынок | Специальный обзор**

снижение ключевой ставки до уровня 9,5% в декабре 2016 г., если не будет внешних шоков и инфляция достигнет целевых уровней ЦБ.

Ожидания по снижению ставки присутствуют и на рынке ОФЗ, доходности которых упали на 35-40 б.п. с момента июльского заседания. На пике оптимизма доходности длинных гособлигаций даже уходили ниже отметки 8%, но не смогли устоять на этих уровнях. На данный момент среднесрочные выпуски торгуются в диапазоне 8,1-8,6%, долгосрочные – 8,05-8,25%. На наш взгляд, текущие спреды к ключевой ставке в размере 190-245 б.п. уже закладывают потенциальное смягчение ДКП на предстоящем заседании и в дальнейшем, что не оставляет краткосрочного потенциала для снижения доходностей ОФЗ. Кроме того, давление на котировки ОФЗ будет оказывать рост предложения от Минфина на первичном рынке и регулярное проведение Банком России депозитных аукционов, предлагающих более высокие ставки. В то же время, у длинных бумаг есть хорошие шансы закрепиться ниже отметки 8% до конца года, в случае дальнейшего замедления инфляции и смягчения риторики представителей ЦБ.

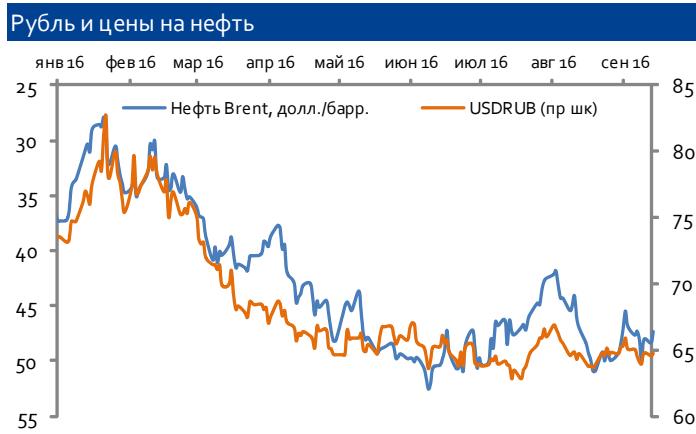


Источник: Bloomberg, PSB Research



Источник: Bloomberg, PSB Research

Полагаем, что заметная реакция на валютном рынке возможна лишь в случае отсутствия смягчения ДКП, которое может привести к временному росту курса до 67 руб. за доллар, в том числе за счет выхода части нерезидентов из ОФЗ. Снижение же ключевой ставки не должно привести к ослаблению рубля, поскольку данный сценарий совпадает с рыночными ожиданиями.



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 Кащеев** KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

**ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**

**Евгений Локтиков** LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Руководитель направления анализа отраслей и рынков капитала

**Илья Фролов** FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Старший управляющий по исследованиям и анализу отраслей и рынков капитала

**Екатерина Крылова** KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Главный аналитик

**Игорь Нуждин** NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

Главный аналитик

**ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

**Александр Полютов** PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Управляющий по исследованиям и анализу долговых рынков

**Дмитрий Монастыршин** Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Главный аналитик

**Роман Насонов** NasonovRS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33

Ведущий аналитик

**ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ****СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ**

**Дмитрий Иванов** Операции на финансовых рынках

**Руслан Сибаев** FICC

+7 (495) 705-97-57

**Пётр Федосенко** Еврооблигации

+7 (495) 705-90-69

**Константин Квашнин** Рублевые облигации

+7 (495) 705-90-96

**Евгений Жариков** ОФЗ, длинные ставки

+7 (495) 411-5133

**Михаил Маркин** Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities

**Алексей Кулаков** FX, короткие ставки

+7 (495) 705-9758

**Павел Демещик** Денежный рынок

+7 (495) 411-5132

**Евгений Ворошин** РЕПО

+7 (495) 411-5135

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов** Акции

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ**

**Ольга Целинина** Операции с институциональными клиентами Fixed Income +7 (495) 705-97-57

**Филипп Аграчев**

**Александр Сурпин**

**Александр Борисов**

**Дмитрий Божьев**

**Виктория Давитиашвили**

**Владислав Риман**

**Максим Сушко**

**Олег Рабец, Александр Ленточников, Глеб Попов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

Центр экспертизы для корпоративных клиентов

+7 (495) 228-39-22

Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные

продукты

Конверсионные и валютные форвардные операции

+7 (495) 733-96-28

Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-69

+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 принимается 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 цennыми 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 нарушило 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.