

Решение ЦБ РФ: Сохранить ключевую ставку на уровне 10% с возможностью ее снижения в 1 пол. 2017 г.

Банк России по итогам заседания 16 декабря ожидаемо оставил ключевую ставку на уровне 10%, вновь сохранив ориентир по ее снижению в 1-2 кв. 2017г. ЦБ отмечает, что значительный вклад в замедление инфляции до 5,6% на 12 декабря по-прежнему вносят временные факторы: благоприятная динамика курса рубля и хороший урожай. Однако регулятор все же немного смягчил риторику, указав на снижение инфляционных рисков со стороны бюджетной политики. Полагаем, что снижение ключевой ставки на 50 б.п. может произойти на «опорном» заседании 24 марта.

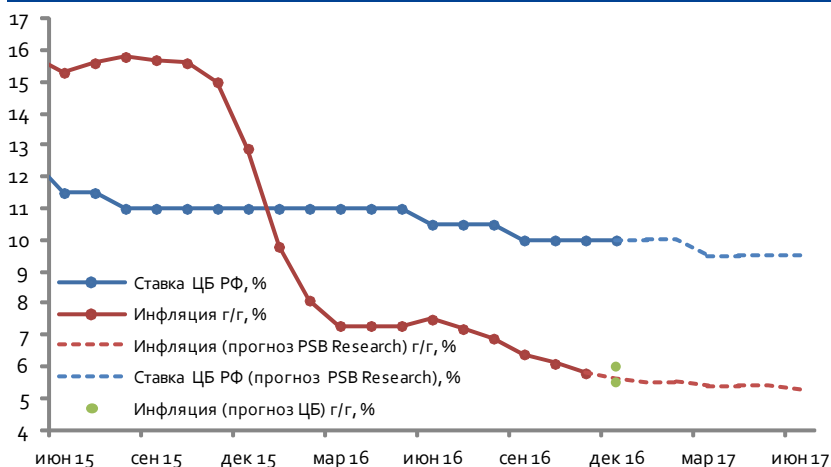
Долговой и валютный рынки не отреагировали на решение ЦБ. На наш взгляд, к дате следующего заседания, 3 февраля, рубль немного ослабнет, а котировки ОФЗ могут оказаться выше текущих уровней.

Роман Насонов
NasonovRS@psbank.ru

Регулятор не стал менять ориентиры по срокам снижения ставки...

Как мы и полагали (см. [Заседание Банка России: время для корректировки ориентиров еще не пришло](#)), по итогам сегодняшнего заседания ЦБ принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 10% и не давать новых ориентиров по срокам ее возможного снижения. Вопреки ожиданиям некоторых участников рынка, регулятор не стал указывать на возможность смягчения ДКП на одном из ближайших заседаний, оставив себе пространство для маневра в течение всего 1 пол. 2017 г. Более того, на последовавшей пресс-конференции Э. Набиуллина заявила, что на данный момент снижение ключевой ставки вероятнее во втором квартале, чем в первом. Основаниями для этого послужили неустойчивость инфляционных ожиданий и высокий вклад временных факторов в происходящее замедление темпов инфляции.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



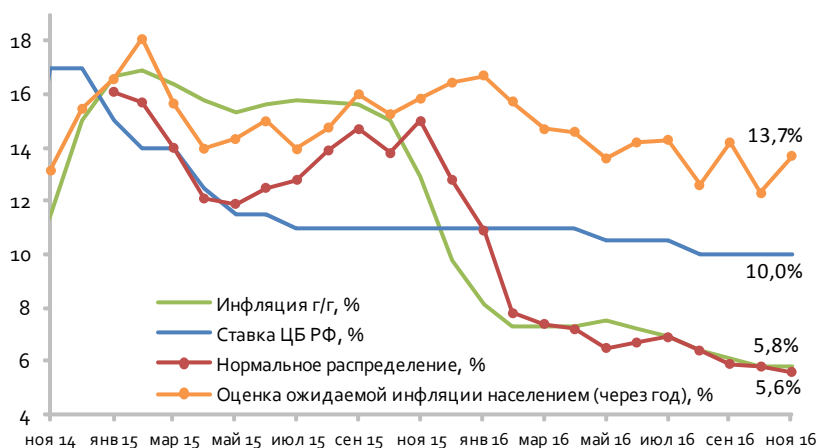
Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

По оценке ЦБ, на 12 декабря годовые темпы прироста цен сократились до 5,6% с 6,1% в октябре, в том числе под влиянием эффекта хорошего урожая и слабого потребительского спроса. Положительный вклад внесло и укрепление рубля, произошедшее из-за роста нефтяных цен и притока портфельных инвестиций. На наш взгляд, потенциал воздействия этих факторов уже близок к исчерпанию

и по итогам года инфляция останется на текущем уровне 5,6% (ЦБ ожидает ее в интервале 5,4-5,8%). Как отмечается в пресс-релизе, для дальнейшего устойчивого снижения инфляции необходимо более уверенное сокращение темпов роста цен на непродовольственные товары.

Что касается инфляционных ожиданий, то результаты ноябрьских опросов населения пока не позволяют говорить о заметном прогрессе в этой области. Оценки представлений о будущей инфляции с использованием нормального и равномерного распределений по сравнению с октябрём снизились на 0,2 п.п. до 5,5%-5,6%, что на 0,1 п.п. уступает темпам снижения фактического роста цен. Большинство респондентов (56%) все еще ожидают сохранения инфляции на прежнем уровне, а медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед возросло на 1,4 п.п. до 13,7% после снижения на 1,9 п.п. в октябре. По мнению ЦБ, сильные колебания данного показателя во втором полугодии после достаточно быстрого и монотонного снижения говорят о наличии рисков для инфляции из-за возможного «заякоривания» ожиданий на повышенном уровне.

Инфляционные ожидания населения



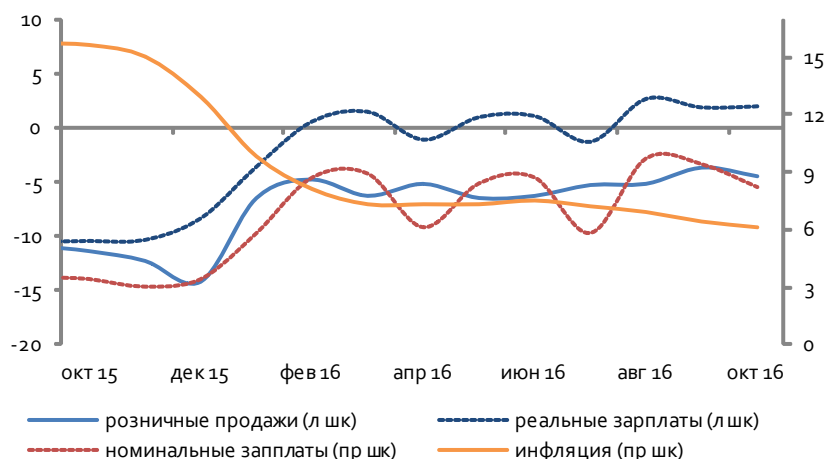
Источник: Bloomberg, PSB Research

Э. Набиуллина также пояснила, что положительная равновесная ставка будет составлять 2,5-3% не только при условии устойчивой 4% инфляции, но и когда на том же уровне будут держаться инфляционные ожидания. Вплоть до этого момента реальные ставки должны быть выше.

Но отметил, что риски для достижения цели по инфляции снизились...

Впрочем, смягчение риторики пресс-релиза все же имело место быть и выразалось в указании на снижение инфляционных рисков. В первую очередь, речь идет об уменьшении неопределенности со стороны бюджетной политики: принятую стратегию по индексации зарплат и пенсий на среднесрочном горизонте ЦБ оценивает как консервативную. При этом регулятор отмечает, что эти риски могут повыситься в случае роста государственных расходов в сценарии с более высокими ценами на нефть. Несмотря на рост реальных заработных плат (в октябре они увеличилась на 2% г/г. против 1,9% в сентябре), пока что не представляет угрозы и динамика потребительского кредитования, во многом благодаря умеренно жесткой политике ЦБ.

Розничные продажи и доходы населения, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

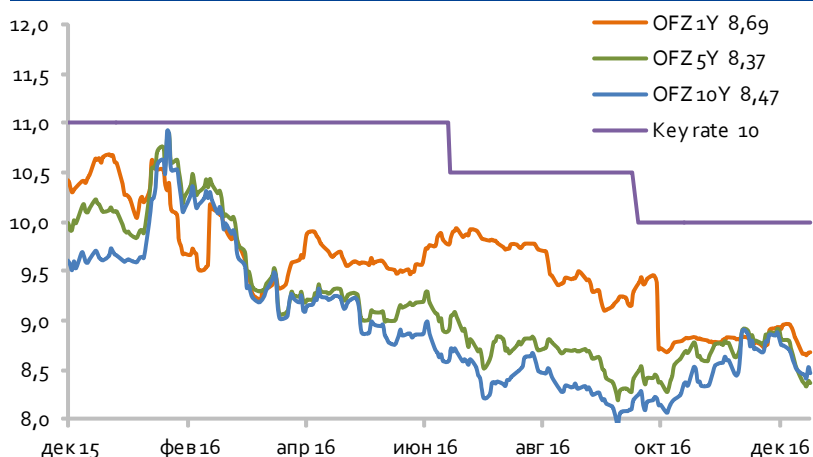
Оценивая экономические перспективы, ЦБ пока сохранил свой прогноз роста ВВП РФ на менее чем 1% в 2017 г. и на 1,5-2% в 2018-2019 гг., несмотря на закрепление цен на нефть выше отметки 50 долл. за барр. и наблюдаемый рост деловой активности. Данный прогноз исходит из консервативных предпосылок о низких темпах роста мировой экономики, среднегодовой цене на нефть около 40 долларов США за барр. на всем прогнозном горизонте, умеренном оттоке капитала и сохранении структурных ограничений развития российской экономики. В то же время, Э. Набиуллина отметила, что вероятность реализации пессимистичного сценария денежно-кредитной политики в 2017 г. снизилась с учетом текущего изменения конъюнктуры на нефтяном рынке.

В целом, регулятор продолжает занимать последовательную консервативную позицию и наверняка предпочтет оценить фактический вклад в динамику инфляции со стороны 6% индексации ж/д тарифов в январе и единовременной выплаты пенсионерам в начале 2017 г. в размере 5 тыс. руб., прежде чем приступать к смягчению ДКП. Мы по-прежнему ожидаем, что при отсутствии внешних шоков темпы инфляции в 1 кв. 2017 г. закрепятся чуть ниже текущих уровней, что позволит ЦБ снизить ключевую ставку на 50 б.п. на «опорном» заседании 24 марта.

Заметной реакции в ОФЗ и рубле на итоги заседания ЦБ не последовало.

Сегодня в преддверии публикации итогов заседания Банка России длинные выпуски ОФЗ прибавляли в цене 0,2-0,4 п.п., восстанавливая утраченные после заседания ФРС позиции. В последствии темпы роста котировок ускорились до 0,3-0,6 б.п. что частично объясняется влиянием подорожавшей на 1,3% до 54.5 долл. за барр. нефти. Среднесрочные же выпуски продолжили торговаться без изменений, и общая реакция долгового рынка на риторику ЦБ была, скорее, нейтральной. Полагаем, что текущий диапазон доходностей для выпусков с дюрацией от 2 лет 8,3-8,7% сохранится до конца года. В то же время, в перспективе ближайших месяцев ОФЗ сохраняют апсайд с учетом ожидаемого нами снижения ключевой ставки в марте 2017 г., и к концу 1 квартала их доходности могут приблизиться к 8% годовых. Наиболее интересно для покупки, на наш взгляд, выглядят длинные гособлигации, обладающие наибольшим потенциалом ценового роста в условиях цикла смягчения ДКП.

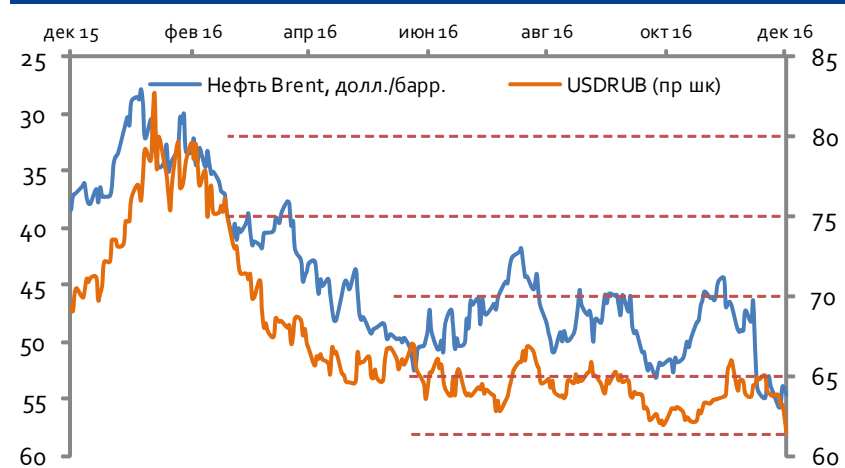
Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

Баланс сил на внутреннем валютном рынке по итогам заседания Банка России также не изменился. Во время пресс-конференции главы ЦБ пара доллар/рубль демонстрировала небольшое ослабление, снижаясь на 20-30 коп. до 61,5 руб. за долл., однако это движение было обусловлено, скорее, динамикой нефтяного рынка. На горизонте до конца года базовым сценарием мы считаем возврат пары доллар/рубль в район отметки в 63 руб/долл., вблизи которой она будет находиться и в январе 2017 г. Давление на рубль во второй половине декабря могут оказать относительно высокие доходности на глобальных долговых рынках и увеличение предложения рублевой ликвидности за счет значительных бюджетных трат Минфина при одновременном увеличении спроса на валюту в рамках выплат по внешнему долгу.

Рубль и цены на нефть



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 Кашцев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Директор по исследованиям и аналитике

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов 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

Михаил Поддубский PoddubskiyMM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69
Ведущий аналитик

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов	Операции на финансовых рынках	
Руслан Сибяев	FICC	
Пётр Федосенко	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Михаил Маркин	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков		
Павел Демещик	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135
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	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Дмитрий Божьев	Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные продукты	+7 (495) 228-39-22
Виктория Давитиашвили		
Владислав Риман		
Максим Сушко		
Олег Рабец, Александр Ленточников, Глеб Попов	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Игорь Федосенко		+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	Брокерское обслуживание	+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.