

Решение ЦБ РФ: снижение ставки перенесено на декабрь?

Банк России на заседании в пятницу сохранил ключевую ставку на уровне 11% годовых, «учитывая сохранение значительных инфляционных рисков». При этом регулятор отмечает, что «существенного изменения баланса инфляционных рисков и рисков охлаждения экономики не произошло» и «по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом Банк России возобновит снижение ключевой ставки на одном из ближайших заседаний Совета директоров». В результате, мы сохраняем наш прогноз по ключевой ставке на уровне 9% годовых по итогам I квартала 2016 г., ожидая снижения ставки на 50 б.п. на декабрьском заседании.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Алексей Егоров
egorovAV@psbank.ru

Регулятор решил не торопиться снижать ставку

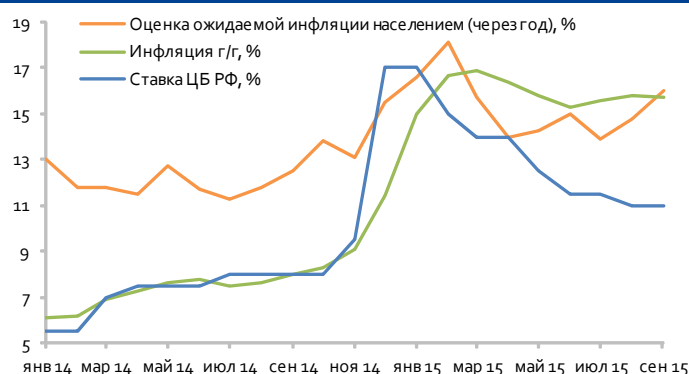
Банк России на сегодняшнем заседании решил не торопиться с возобновлением цикла снижения ставки, обосновав свою позицию сохраняющимися высокими инфляционными рисками и признаками замедления спада в экономике.

Напомним, Глава департамента денежно-кредитной политики ЦБ Игорь Дмитриев на прошлой неделе отметил повышение инфляционных ожиданий, назвав их «большой угрозой». Также он отметил, что регулятор хочет убедиться в начале процесса замедления инфляции, после чего приступит к снижению ставки.

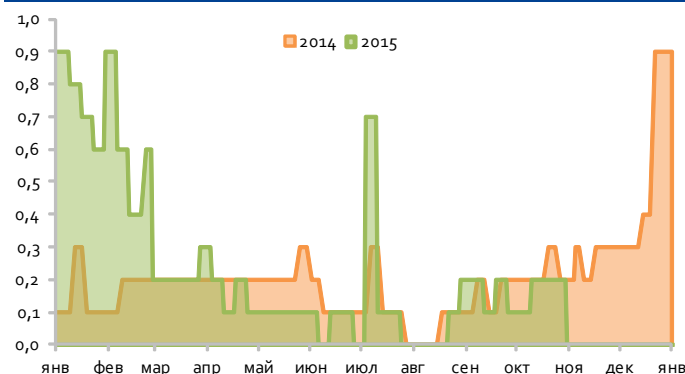
Так, недельная инфляция на 26 октября осталась на уровне 0,2%, с начала года достигла 11,2%, в то время как годовая инфляция ускорилась на 0,1% - до 15,6%. По нашим оценкам, при сохранении инфляции на уровне 0,2% в неделю по итогам года инфляция может превысить уровень 12%-13%, который ранее обозначал ЦБ РФ. При этом наш прогноз составляет 13,4%-13,8%.

Вместе с тем, как мы отмечали в обзоре [«Заседание Банка России: инвесторы готовы к снижению ставки от 26.10.2015 г.»](#), источником беспокойств ЦБ относительно инфляционных ожиданий может быть сентябрьский отчет на основе опросов населения по инфляционным ожиданиям и потребительским настроениям, который готовится на ежемесячной основе по заказу Банка России. Согласно результатам опроса населения, в сентябре 2015 г. медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед выросло на 1,2 п.п. (до 16,0%). Оценка наблюдаемой за год инфляции увеличилась после трехмесячного снижения (до 26,5%) и приблизилась к максимально высоким значениям, наблюдаемым в феврале-июне 2015 г. Что касается показателя трендовой инфляции, на которую обращает внимание ЦБ РФ в качестве ориентира будущей среднесрочной инфляции, в сентябре он остался на уровне августа, составив 11,9%.

Инфляционные ожидания населения



Динамика недельной инфляции



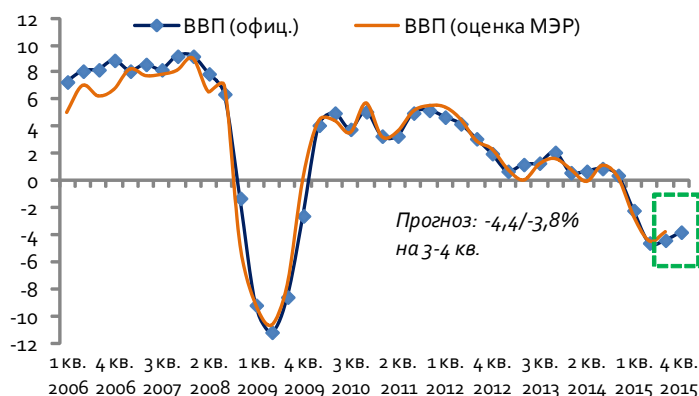
Источник: Bloomberg, PSB Research

Источник: Bloomberg, PSB Research

Ожидания по инфляции ЦБ по сравнению с прошлым заседанием остались прежние – 7% через год (в октябре 2016 г.) при достижении 4% в 2017 г.

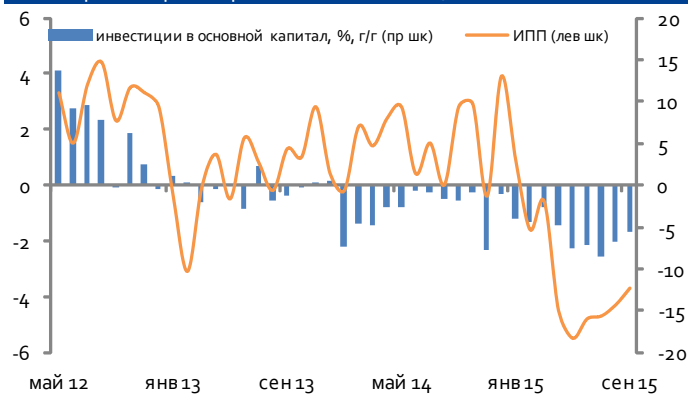
В пресс-релизе Банк России отмечает, что «в сентябре наметились признаки замедления спада в экономике, на что указывает динамика основных макроэкономических показателей». В частности, МЭР опубликовал оценку ВВП РФ за сентябрь, согласно которой темпы снижения замедлились до 3,8% г/г. Промпроизводство в сентябре также замедлило темпы снижения до 3,7% г/г (без учета сезонного и календарного факторов в сентябре был зафиксирован рост на 0,6% м/м – впервые с марта). Спад инвестиций в основной капитал в сентябре замедлился до 5,6% г/г после августовского падения на 6,8%.

Динамика ВВП и ВВП-индикатора, в %, г/г (поквартально)



Источник: Bloomberg, Reuters, PSB Research

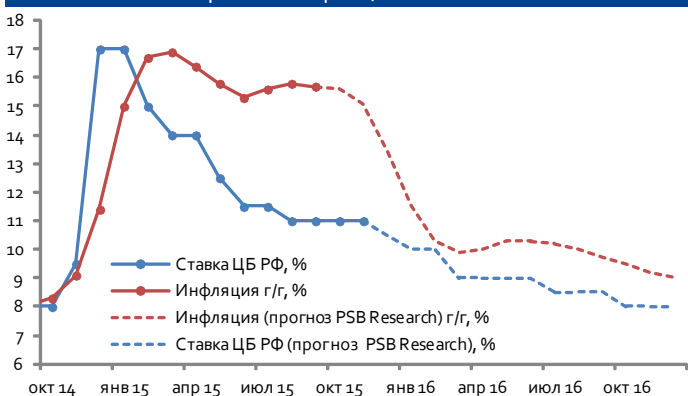
Темпы роста пром. произв-ва и инвестиций в России



Источник: Bloomberg, PSB Research

Решение Банка России сохранить ставку на сегодняшнем заседании не должно принципиально изменить рыночные ожидания – в пресс-релизе регулятор довольно четко указал, что Банк России возобновит снижение ключевой ставки на одном из ближайших заседаний Совета директоров по мере замедления инфляции. Следующее заседание назначено на декабрь, когда для инфляции начнет действовать эффект высокой базы прошлого года, в результате чего можно ожидать снижение ставки на 50 б.п. 11 декабря. При этом наш среднесрочный прогноз остался прежним – в отсутствии новых внешних шоков в I квартале 2016 г. ждем снижения ставки до 9% и до 8% к концу 2016 г.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: Bloomberg, PSB Research

Рубль сдержанно отреагировал на решение ЦБ

Решение Банка России о сохранении ключевой ставки на прежнем уровне не отказало существенного влияния на курс национальной валюты, что было в целом ожидаемо. При этом в ближайшее время рубль, вероятней всего, продолжит сопоставлено двигаться с котировками нефти, учитывая завершение очередного периода налоговых выплат, выступающего в качестве фактора поддержки.

Тем не менее, заявление о том, что в случае замедления инфляции в соответствии с прогнозом ЦБ возобновит снижение ключевой ставки на одном из ближайших заседаний, дает основания предполагать, что ближе к декабрьскому заседанию спрос на ОФЗ возрастет, в том числе и со стороны иностранных инвесторов, повысив спрос на рублевую ликвидность.

Напомним, что в первой половине текущего года с началом цикла снижения ставки сегмент государственного долга привлек внимание со стороны иностранных инвесторов, которые для покупок ОФЗ конвертировали валюту в рубли, что оказало поддержку национальной валюте. Схожая картина наблюдалась в сентябре - октябре, когда вновь усилились ожидания старта нового цикла снижения ключевой ставки.

Тем не менее, проводить аналогии с началом года, когда стартовал цикл снижения ставки, мы считаем не совсем верным. Укрепление рубля помимо роста спроса на российские активы со стороны иностранных инвесторов проходило при поддержке фактора увеличения стоимости нефти, а также конвертации валютных накоплений со стороны населения. Таким образом, с началом нового цикла снижения ставки эффект захода иностранных инвесторов без поддержки со стороны нефтяного сегмента может быть не таким очевидным.

Мы полагаем, что до конца года при нахождении стоимости нефти вблизи уровня 50 долл. за барр. курс доллар будет находиться в диапазоне 62-65 руб., что сохранит действующую парадигму необходимой для бюджета рублевой стоимости нефти на уровне 3100 -3250 руб. (марка Brent).

Динамика цены на нефть



Источник: Reuters, PSB Research

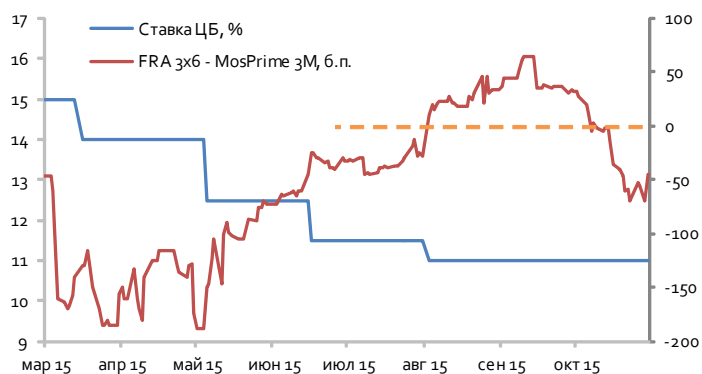
ОФЗ: реакция рынка оказалась умеренной

Накануне сегодняшнего заседания основные рыночные индикаторы указывали на высокий уровень ожиданий инвесторов снижения ключевой ставки Банка России на сегодняшнем заседании. Так, спрэд между FRA 3х6 и ставкой MosPrime 3М с середины октября стремительно ушел в отрицательную зону, достигнув уровня «-» 40-60 б.п. В свою очередь, кривая ОФЗ торговалась на уровне 10%, отражая среднесрочные ожидания снижения ставки на 100 б.п. (на 50 б.п. в октябре и 50 б.п. в декабре). В целом, достаточно мягкая формулировка дальнейших действий регулятора в пресс-релизе не должна кардинально изменить ожиданий рынка, которые сдвинут на декабрь начало цикла снижения ставки.

В результате, по итогам сегодняшнего заседания коррекция кривой госбумаг выглядит весьма умеренно и не превышает 5-10 б.п. по доходности. По-прежнему ждем на горизонте 4-5 месяцев кривую ОФЗ на уровне 9,0%-9,5% годовых, что предполагает сохранение потенциала снижения доходностей ОФЗ до 110 б.п. Таким образом, активность покупок госбумаг со стороны нерезидентов может в ближайшее время несколько снизиться, что может

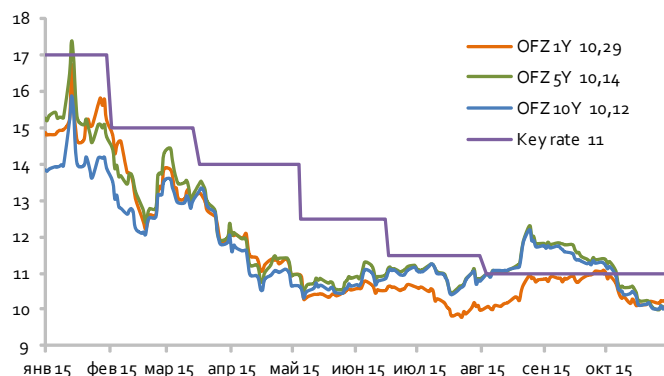
спровоцировать углубление коррекции. Вместе с тем, не ждем существенной просадки на рынке госбумаг: на уровне 10,3%-10,5% по доходности ждем возобновления покупок ОФЗ.

Спрэд FRA 3х6 - MosPrime 3М, б.п.



Источник: Reuters, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ



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 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
Сибеев Руслан	sibaevrd@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
Борис Холжигитов	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34
Устинов Максим	ustinovmm@psbank.ru	+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7(495) 411-51-34
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.