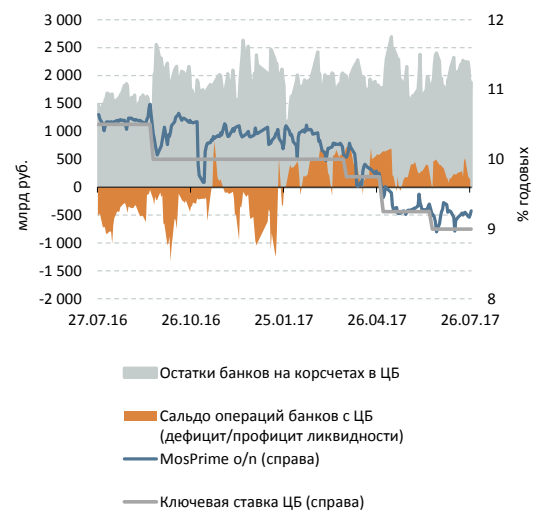


## Комментарий к заседанию Банка России

### Инфляция возвращается в сторону таргета, однако риски остаются

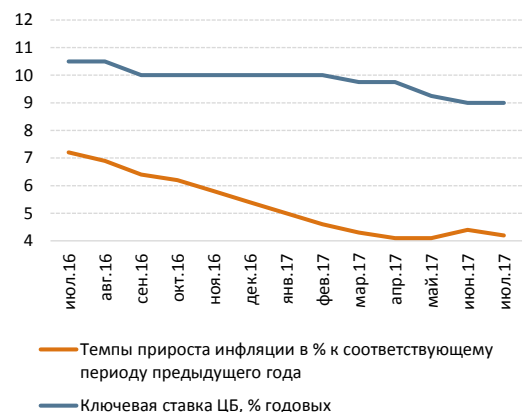
- После снижения ключевой ставки в середине июня инфляция по итогам месяца разоглась до 4,4% в годовом выражении. Рост инфляции произошел под влиянием цен на плодоовощную продукцию из-за ситуации с холодной погодой. После дополнительного всплеска инфляции в первую неделю июля из-за индексации тарифов ЖКХ недельный рост цен стабилизировался на уровне 0,1%, однако годовая инфляция на 10 июля по-прежнему оставалась на отметке 4,4%.
- Несмотря на то, что ускорение роста цен носило временный характер и, по оценке ЦБ, не препятствует достижению таргета по инфляции в 4% к концу 2017 г., в аналитических комментариях регулятора явно прослеживалось беспокойство сложившейся ситуацией. В частности, по оценке аналитиков ЦБ, «урожайные» проблемы из-за неблагоприятных погодных условий могут оказывать негативное инфляционное влияние, как минимум, до сентября, а также отразиться на ценах в первом полугодии 2018 г. в связи с «пониженным уровнем переходящих на следующий год запасов». Сезонный пик максимального снижению цен на плодоовощную продукцию может сместиться с августа на сентябрь, что «может привести к небольшому ускорению годовых темпов роста цен к середине 3-го квартала».
- Однако уже к 24 июля годовые темпы роста инфляции вновь сократились до 4,2% (за неделю с 17 июля рост цен оказался нулевым впервые с середины мая), вернувшись таким образом на уровень, предшествовавший последнему заседанию ЦБ, на котором ключевая ставка была снижена на 0,25 п.п.
- Снижение инфляции накануне очередного заседания регулятора является безусловно положительным сигналом в пользу дальнейшего смягчения политики ЦБ. Внешний фон также несколько улучшился в преддверии решения российского регулятора. Так, со среды валютные торги демонстрируют заметное снижение беспокойства инвесторов в отношении санкционной тематики: участники рынка по сути не проявили никакой реакции на одобрение палатой представителей США законопроекта об усилении антироссийских санкций, и доллар уже не

### Показатели уровня рублевой ликвидности



Источники: ЦБ РФ; оценка: Велес Капитал

### Темпы прироста инфляции и ключевая ставка ЦБ



Источники: ЦБ РФ, Росстат; оценка: Велес Капитал



получает новых драйверов для преодоления отметки в 60 руб. Позиции рубля также поддерживаются и котировками нефти, закрепившимися выше 50 долл. за баррель (по марке Brent) вслед за положительной для рынка статистикой о сокращении запасов нефти в США и надеждами участников рынка на выполнение соглашения ОПЕК+ после относительно успешной встречи в Санкт-Петербурге. В свою очередь, американский регулятор не преподнес сюрпризов, сохранив ставку, а его комментарии в отношении инфляции привели к снижению доллара на мировых площадках до очередных минимумов.

- ▣ Общий рост кредитования экономики (+1,8% за первое полугодие 2017 г. без учета валютной переоценки) по-прежнему в существенной мере обеспечивается розничным кредитованием. В частности, розничные портфели банков выросли в июне на 1,1% без учета переоценки и в среднем росли на 0,95% в предыдущие 4 месяца. По итогам июня Банк России акцентировал свое внимание на том, что помимо ипотечных кредитов растут также и необеспеченные потребительские ссуды. Впрочем, регулятор назвал такой рост «умеренным», поэтому мы не ожидаем изменения позиции ЦБ в отношении динамики потребительского кредитования, которая, вероятно, по-прежнему пока не создает значительных инфляционных рисков.
- ▣ Напомним, что по итогам заседания в середине июня ЦБ отмечал в списке инфляционных рисков существенное уменьшение склонности домашних хозяйств к сбережению. Несмотря на сохраняющийся приток средств населения, беспокойство регулятора небесспорно: еще в мае индикативная депозитная ставка, рассчитываемая Банком России, опустилась до минимума (7,69%) за весь период наблюдений ЦБ, а к концу 1-й декады июля потеряла еще 33 б.п.

Тем не менее, в июне вклады физических лиц увеличились на 1,6%, что стало максимальным ростом за месяц с начала 2017 г., а во 2-ой декаде июля индикативная депозитная ставка выросла на 11 б.п., что по сути произошло впервые с апреля текущего года.

- ▣ Мы полагаем, что несмотря на сохраняющуюся неопределенность и риски в отношении ужесточения антироссийских санкций, внешние условия и обстановка на финансовых и товарных рынках остается достаточно комфортной для продолжения цикла смягчения процентной политики ЦБ минимальным шагом (0,25 п.п.). Однако мы все же склоняемся к тому, что риски переноса плодОВОЩНОЙ дефляции с августа на сентябрь и усиление инфляционных ожиданий в связи с июньским всплеском цен станут для ЦБ не менее весомыми факторами для паузы в снижении ставки, как минимум,



до сентября. В то же время, в случае реализации второго варианта, мы полагаем, что ЦБ сопроводит решение обещанием смягчения политики на следующих заседаниях, так как негативный настрой регулятора в отношении инфляции и однозначное решение не снижать ставку могут привести к обратному эффекту, повысив инфляционные ожидания.

- ✍ В связи с существенно возросшей вероятностью сохранения ключевой ставки на прежнем уровне соответствующее решение ЦБ окажет нейтральный эффект на валютный и долговой рынки.



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2017 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
EShilenkov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко  
Начальник управления по работе с облигациями  
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко  
Начальник управления по работе с долговыми  
обязательствами  
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук  
Начальник отдела по работе с облигациями  
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Юлия Дубинина  
Специалист по работе с облигациями  
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Вязовецков  
Специалист по работе с облигациями  
OVyazovetskov@veles-capital.ru

Мурад Султанов  
Специалист по работе с еврооблигациями  
MSultanov@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук  
Специалист по работе с еврооблигациями  
TKovalchuk@veles-capital.ru

Михаил Мамонов  
Начальник отдела по работе с векселями  
MMamonov@veles-capital.ru

Сергей Юньков  
Специалист по работе с векселями  
SYunkov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова  
Специалист по работе с векселями  
OBogolubova@veles-capital.ru

## Аналитический департамент

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий  
Долговые рынки  
ANavrotsky@veles-capital.ru

Ольга Николаева  
Долговые рынки  
ONikolaeva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Егор Дахтлер  
Финансовый сектор  
EDakhtler@veles-capital.ru

Алексей Адонин  
Электроэнергетический сектор  
AAdonin@veles-capital.ru

Дмитрий Затравкин  
Нефть и газ  
DZatravkin@veles-capital.ru

Максим Воронов  
Потребительский сектор  
MVoronov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Cyprus, Nicosia  
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075  
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64  
www.veles-int.com