

Решение ЦБ РФ: повременить со снижением ставки для сдерживания инфляционных рисков со стороны валютных операций Минфина

Банк России по итогам заседания 3 февраля ожидаемо оставил ключевую ставку на уровне 10%, при этом указав на уменьшение потенциала ее снижения в 1 пол. 2017 г. Основной причиной, по-видимому, стал рост краткосрочных инфляционных рисков из-за выхода Минфина на валютный рынок.

Мы считаем, что исходя из данного регулятором ориентира вероятность корректировки ДКП на следующем заседании, 24 марта, невелика, но пока сохраняем прогноз по ключевой ставке 9,0% на конец 2017 г. Ее первое в этом году снижение на 50 б.п., скорее всего, состоится по итогам июньского заседания.

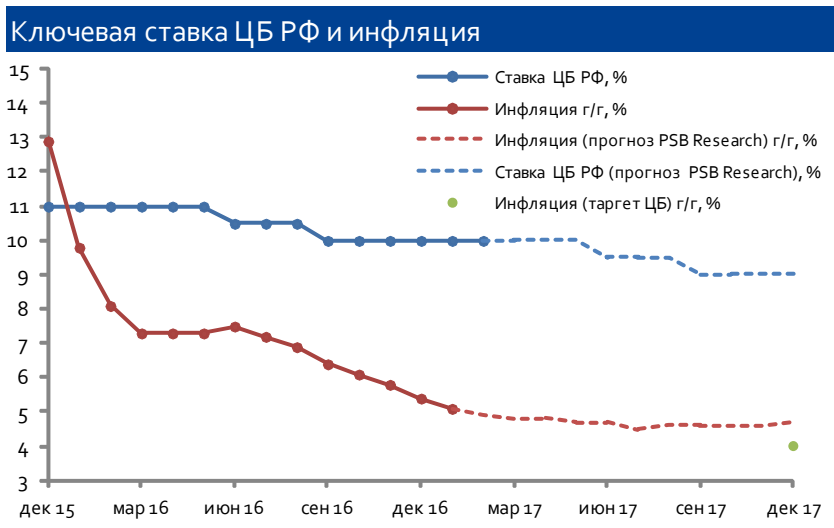
Долговой и валютный рынки сдержанно отреагировали на решение ЦБ. Полагаем, что на рынке ОФЗ в ближайшие месяцы будет преобладать боковой тренд, а динамика рубля будет определяться преимущественно внешними факторами.

Роман Насонов
NasonovRS@psbank.ru

Михаил Поддубский
poddubskymm@psbank.ru

Регулятор указал на снижение инфляционных рисков на среднесрочном горизонте...

Первый раздел итогового пресс-релиза был традиционно посвящен динамике инфляции, снижение которой, как подтвердил ЦБ, происходит в соответствии с его прогнозной траекторией. По оценке ЦБ на 30 января, годовые темпы прироста потребительских цен сократились до 5,1% с 5,4% по итогам 2016 г.



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Банк России по-прежнему считает, что динамика потребительского кредитования не несет инфляционных рисков, поскольку домашние хозяйства продолжают придерживаться сберегательной модели поведения. На это указывают и данные Росстата. Так, реальные располагаемые денежные доходы населения РФ в декабре 2016 г. упали на 6,1% г/г после снижения на 6% в ноябре, в то время как розничные продажи ускорили падение в годовом выражении до 5,9% против ноябрьских 4,1%.

Обозначенное в пресс-релизе «снижение инфляционных рисков на среднесрочном горизонте», вероятно, связано с уменьшением опасений регулятора по поводу роста заработных плат (+0,7% в реальном выражении по итогам 2016 г.). По оценкам Банка России, он будет способствовать постепенному повышению потребительской активности, но это не создаст дополнительного проинфляционного давления в условиях ожидаемого увеличения предложения товаров и услуг. Свою роль сыграла и консервативная бюджетная политика. В пресс-релизе отмечается, что «в среднесрочной перспективе использование бюджетного правила будет способствовать обеспечению макроэкономической стабильности и более предсказуемой и устойчивой динамике процентных ставок в экономике».

Но краткосрочные инфляционные риски, с точки зрения ЦБ, остаются высокими...

Хотя эксперты Банка России считают, что в среднесрочной перспективе валютные операции Минфина будут способствовать снижению зависимости динамики инфляции от колебаний цен на нефть, краткосрочно они несут в себе риски ослабления рубля, которое может обернуться ростом потребительских цен.

ЦБ считает, что для ограничения этих рисков от него требуется поддержание умеренно жестких денежно-кредитных условий. Такая политика также будет способствовать дальнейшему снижению инфляционных ожиданий и поддерживать склонность экономических агентов к сбережениям. Кроме того, беспокойство у регулятора по-прежнему вызывает частичная зависимость замедления темпов роста потребительских цен от временных факторов – динамики курса рубля и хорошего урожая прошлого года.

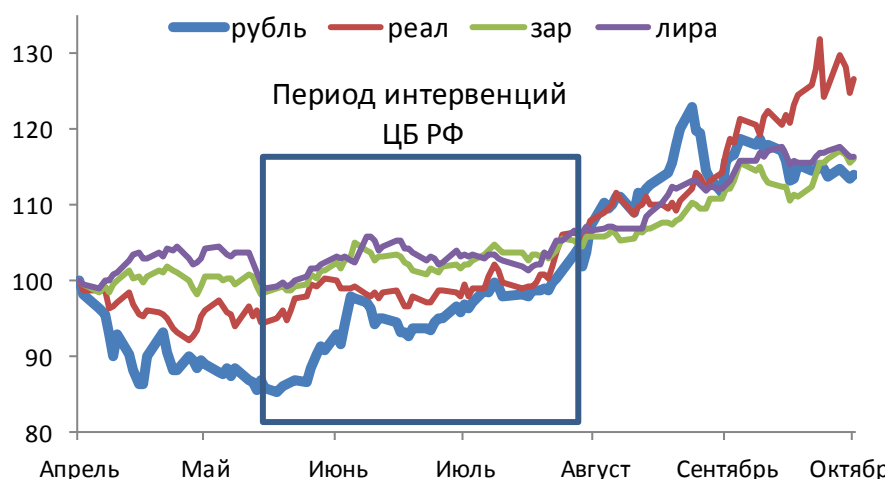
Как следствие, ЦБ обозначил, что «с учетом изменения внешних и внутренних условий потенциал снижения ключевой ставки в первом полугодии 2017 года уменьшился». Мы считаем, что исходя из данного регулятором ориентира вероятность корректировки ДКП на следующем заседании, 24 марта, невелика, но пока сохраняем прогноз по ключевой ставке 9,0% на конец 2017 г. Ее первое в этом году снижение на 50 б.п., скорее всего, состоится по итогам июньского заседания. К моменту его проведения покупки валюты Минфином будут проводиться уже более 4 месяцев, и у ЦБ будет возможность в полной мере оценить масштаб их влияния на темпы роста потребительских цен, которое, как мы считаем, окажется несущественным.

Подробнее о валютных операциях Минфина

Сегодня, 3 февраля, Минфин опубликовал информационное сообщение «О нефтегазовых доходах и проведении операций по покупке/продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке», в котором сообщил, что в период с 7 февраля по 6 марта ЦБ РФ будет в ежедневном объеме осуществлять покупку иностранной валюты в размере 6,3 млрд руб. (около 105-107 млн долл./сутки).

Большой реакции на валютном рынке решение Минфина не вызвало. На наш взгляд, влияние покупок в объемах, определяемых Минфином, на курс рубля в краткосрочной перспективе будет ограниченным. Для сравнения отметим, что в период с 14 мая по 28 июля 2015 г. ЦБ РФ осуществлял покупку валюты для пополнения резервов в размере около 200 млн. долл. в день. За этот период пара доллар/рубль продемонстрировала укрепление более чем на 20%, однако простое сопоставление динамики рубля в тот период с нефтяными котировками и динамикой других валют emerging markets показывает, что основными причинами ослабления рубля оставались внешние условия, а не действия ЦБ (подробности см. в [специальном обзоре валютного рынка от 27.01.2017 г.](#)).

Сравнительная динамика валют ЕМ 2 кв. - 3 кв. 2015 г.



Источник: Bloomberg, PSB Research

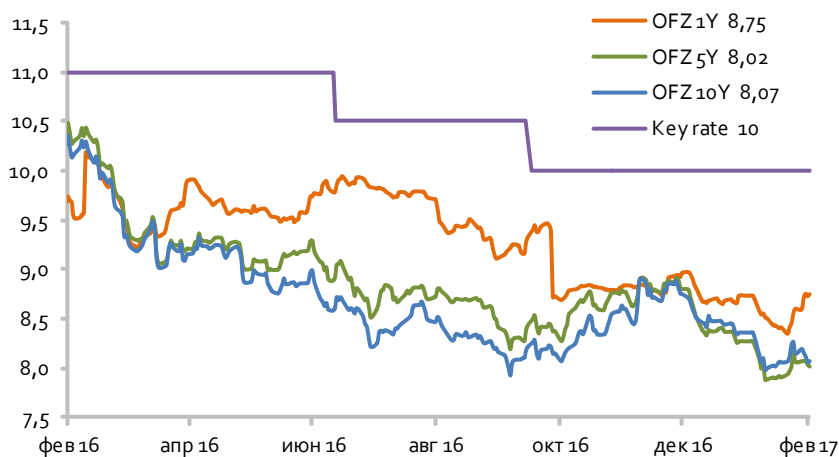
При этом мы видим некоторые риски усиления волатильности в курсе российской валюты в случае снижения нефтяных котировок. Определение объемов ежедневных покупок Минфина зависит в первую очередь от динамики нефтяных цен с временным лагом до полутора месяцев. Соответственно, в случае резкого снижения цен на нефть рубль может находиться под давлением сразу с двух сторон (непосредственное влияние нефтяных котировок и покупка валюты со стороны ЦБ РФ в объемах, рассчитанных исходя из более высоких цен на нефть в предыдущем месяце).

Масштабы покупок мы считаем не столь значительными, чтобы оказывать серьезный негативный эффект на курс рубля, но при сохранении цен на нефть на уровне 50-57 долл./барр. до конца года нарастающим итогом ЦБ по запросу Минфина может выкупить с рынка около 20-21 млрд долл. Считаем, что подобные объемы могут оказывать некоторый сдерживающий эффект от укрепления российской валюты, но основные риски для рубля, на наш взгляд, на горизонте 2017 г. исходят больше со стороны внешних условий (возможность снижения нефтяных котировок и коррекции на глобальных рынках) по сравнению с внутренними (действия Минфина и ЦБ РФ).

Долговой рынок сдержанно отреагировал на решение ЦБ.

Ужесточение сигнала по ДКП пока не привело к заметной коррекции на рынке ОФЗ, но котировки большинства бумаг все же ушли в небольшой «минус» после утреннего роста на 0,1-0,2 п.п.

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

Полагаем, что доходности гособлигаций в ближайшие дни подрастут на 5-10 б.п. до 8,1-8,45%, однако до конца 1 квартала рынок будет демонстрировать, скорее, боковую или даже умеренно повышательную динамику. Поддержку котировкам обеспечит снижение стоимости фондирования для локальных игроков в условиях замедления темпов инфляции. Так, максимальная процентная ставка по рублевым вкладам физлиц в топ-10 банков за последние 3 месяца опустилась на 60 б.п. до 8,175%, что уже сопоставимо с текущими доходностями ОФЗ.

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 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 Полютков 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 Сибеев	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, Equities, 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
Александр Аверочкин		
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 форвардные валютные операции	+7 (495) 733-96-28
Игорь Федосенко		+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	Брокерское обслуживание	+7(495) 411-51-39

© 2017 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.