

Итоги заседания Банка России: «ястребиная» риторика доминирует.



Промсвязьбанк

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

16 июня 2014 г.

Банк России ожидаемо оставил без изменения ключевую ставку. При этом обозначил возможность дальнейшего ужесточения монетарной политики в случае ускорения темпов роста инфляции. Учитывая ранее сделанные заявления о том, что пик инфляции придется на май-июнь, подобная «ястребиная» риторика повышает неопределенность дальнейших действий регулятора.

Алексей Егоров
egorovav@psbank.ru
Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

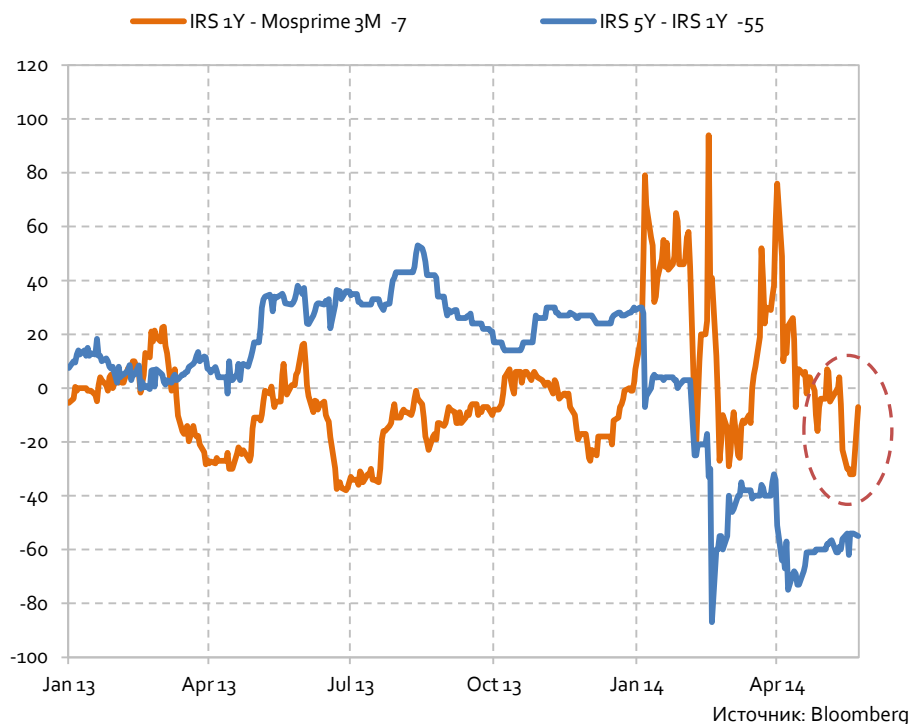
Итоги прошедшего июньского заседания ЦБ, на котором было принято решение сохранить ключевую ставку на прежнем уровне, не стали для рынка неожиданностью. При текущих темпах роста индекса потребительских цен говорить о возможности снижении ключевой ставки довольно сложно. По итогам мая годовое значение инфляции составило 7,6%, что существенно выше ориентира ЦБ - 5%.

Тем не менее, в опубликованном сегодня пресс-релизе по итогам заседания можно выделить усиление агрессивной «ястребиной» риторики, которая немного удивила участников. Если после первого повышения ключевой ставки в марте ЦБ декларировал данное решение как временное, то уже апрельское решение о повышении ставки выглядело как необходимость. Отметим, что до последнего времени ЦБ анонсировал, что пик темпов роста инфляции придется на май-июнь. В то же время, в пресс-релизе появилась фраза: **«В случае реализации сохраняющихся в настоящее время инфляционных рисков и появления угрозы превышения инфляцией цели в среднесрочной перспективе Банк России продолжит повышение ключевой ставки»**, - которая позволяет предположить, что вероятность реализации озвученных сценариев динамики инфляции снижается. Примечательно, что регулятор отмечает снижение влияния монетарных ставок на темпы роста экономики, по итогам года рост которой, по оценкам ЦБ, замедлится до 0,4% (ВВП).

Следует отметить, что регулярный пересмотр прогнозов в части инфляции, а также пересмотр параметров монетарной политики и, самое главное, сложность прогнозирования возможных действий регулятора отражают проблему нарушенной коммуникации между монетарными властями и рынком. Усиление «ястребиной» риторики незамедлительно отразилось **на рынке процентных деривативов**. Так, накануне заседания ЦБ спрэд между годовым IRS и MosPrime 3M ушел в отрицательную зону на ожиданиях сигналов скорого смягчения монетарной политики. Первая реакция после публикации пресс-релиза ЦБ – повышение кривой свопов и возврат спрэда к нулевому значению. Инверсия кривой свопов (спрэд IRS5Y – IRS 1Y) при этом осталась неизменной.

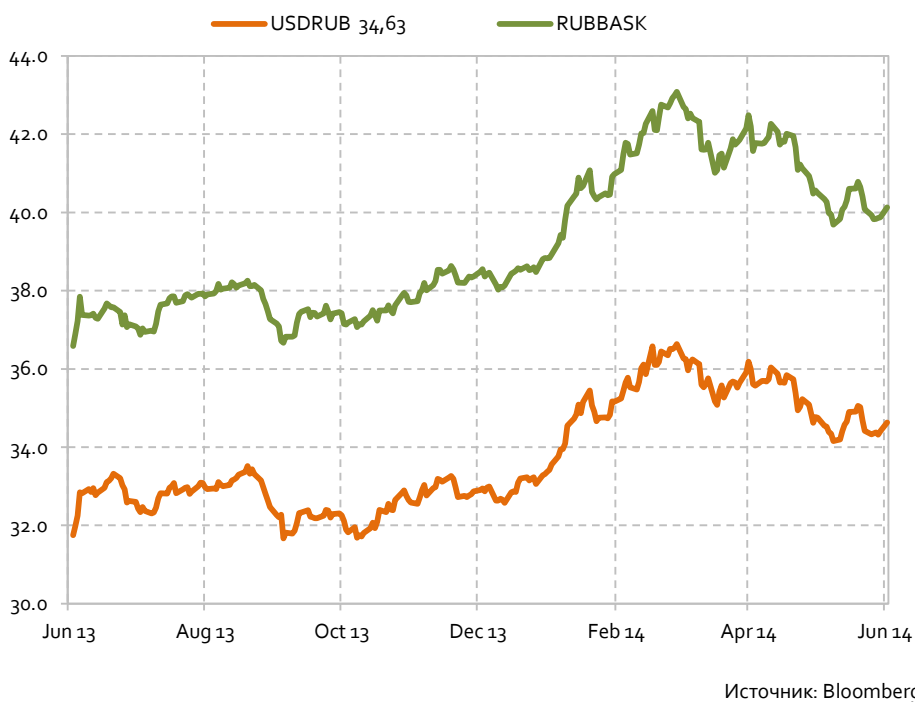
При текущих комментариях ЦБ инверсия кривой будет сохраняться на фоне высокой неопределенности относительно динамики инфляции и рисков дальнейшего повышения ставки. **Вместе с тем в среднесрочной перспективе мы по-прежнему ожидаем плавного снижения инверсии кривой IRS** (на фоне плавного замедления инфляции или, наоборот, роста ожиданий сохранения ставок ЦБ более продолжительное время на текущих уровнях в случае сохранения инфляционных рисков). Кроме того, отметим сохранение дефицита капитала среди развивающихся стран, в результате чего, учитывая наличие санкций в адрес РФ, российский ЦБ вряд ли будет спешить со снижением ключевых ставок.

Спрэд IRS1Y vs Mosprime 3M и IRS5Y vs IRS1Y



Реакции на валютном рынке на решение ЦБ практически не было. Рубль в настоящий момент находится под давлением внешнего негатива, а также усилению геополитических рисков. При этом можно отметить, что рубль уже давно перестал реагировать на заявления, связанные с возможным изменением монетарной политики.

Динамика курса доллара



В ОФЗ заявление Банка России усилило коррекцию «длинных» госбумаг, спровоцированную ростом геополитической напряженности. ОФЗ на фоне практически плоской кривой выглядели крайне дорого - *ожидаем сохранение давления на длинный конец кривой ОФЗ и рост угла наклона кривой* (в терминах спреда 10Y-5Y – до 40-60 б.п. с текущих 20 б.п.).

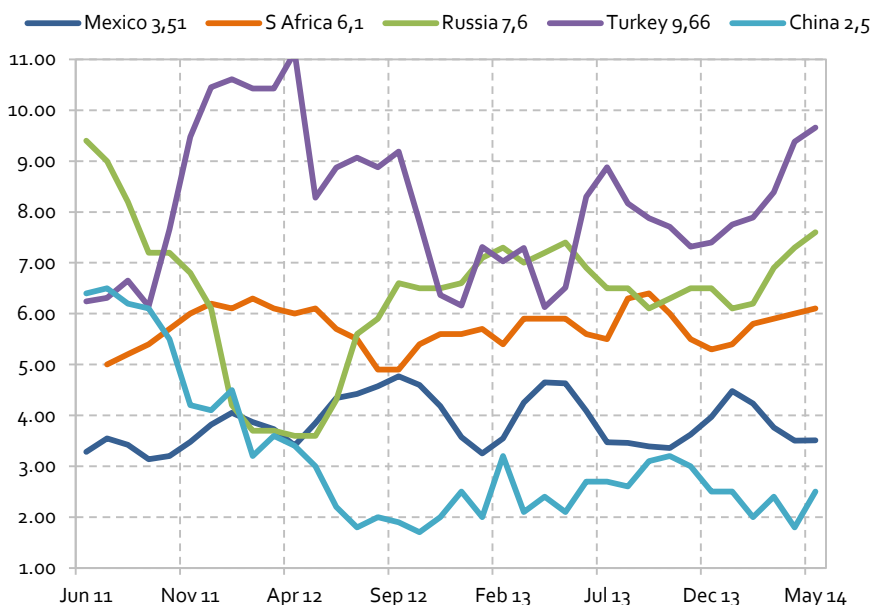
Спрэд ОФЗ 10 у vs ОФЗ 5 у



Источник: Bloomberg

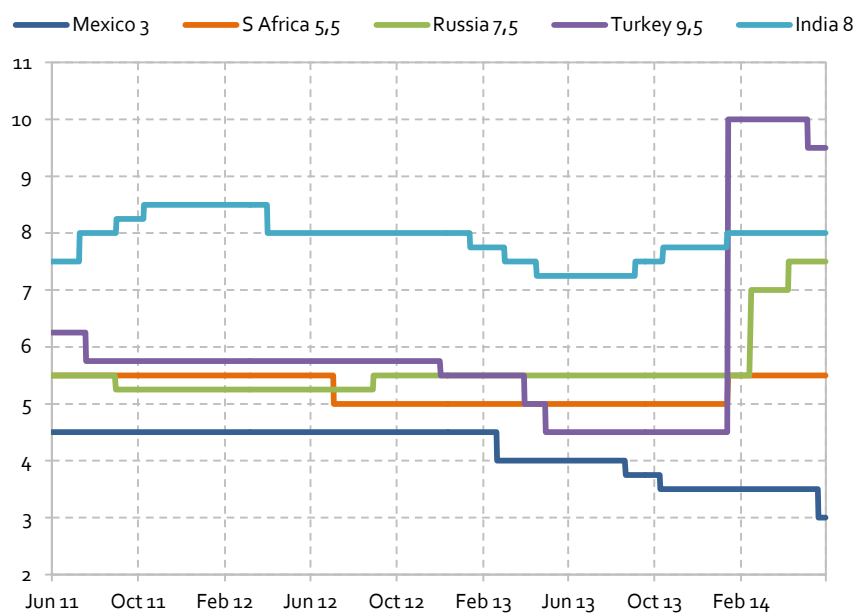
Отметим, что ЦБ Мексики и Турции (в июне и мае соответственно) понизили ставки, что отчасти способствовало формированию ожиданий аналогичных действий и российского регулятора. Однако в Мексике сложилась достаточно низкая инфляция (3,5%), что позволило ЦБ приступить к смягчению своей политики. В Турции данное решение носило, скорее, политический характер, нежели экономический.

Инфляция в развивающихся странах



Источник: Bloomberg

Ключевые ставки в развивающихся странах



Источник: Bloomberg

Пресс-релиз ЦБ.

Информация

О ключевой ставке Банка России

Совет директоров Банка России 16 июня 2014 года принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,50% годовых. В случае реализации сохраняющихся в настоящее время инфляционных рисков и появления угрозы превышения инфляцией цели в среднесрочной перспективе Банк России продолжит повышение ключевой ставки. Существенное ускорение инфляции в феврале-мае 2014 года было обусловлено действием непредвиденных факторов: значительным влиянием курсовой динамики на потребительские цены, а также неблагоприятной конъюнктурой рынков отдельных товаров. Учитывая, что влияние денежно-кредитной политики на экономику распределено во времени, замедление инфляции до целевого уровня 5,0% в 2014 году маловероятно. При этом сохранение текущей направленности денежно-кредитной политики позволит обеспечить снижение темпов роста потребительских цен до целевых уровней в среднесрочной перспективе.

По оценке, на 9 июня 2014 года годовой темп прироста потребительских цен составил 7,6%. Базовая инфляция повысилась до 7,0% в мае 2014 года. Ускорение инфляции обусловлено главным образом влиянием произошедшего ослабления рубля на цены широкого круга товаров и услуг. Кроме того, ряд специфических факторов, действовавших на рынках отдельных продовольственных товаров, способствовал росту цен на них. В этих условиях инфляционные ожидания населения повысились, что также оказало влияние на потребительские цены.

Повышение ключевой ставки Банком России пока незначительно повлияло на уровень процентных ставок по кредитам и депозитам банков, а также на динамику их объемов. В марте-апреле ставки по кредитам и рублевым депозитам несущественно выросли. При этом темпы роста рублевых депозитов продолжили снижаться, а темпы роста кредитования, напротив, расти.

В настоящее время замедление экономического роста не оказывает существенного сдерживающего влияния на темпы роста потребительских цен, поскольку обусловлено в основном причинами структурного характера. Исторически низкий уровень безработицы ограничивает потенциал экономического роста. Вследствие демографических тенденций влияние данного фактора сохранится в долгосрочной перспективе. Загрузка конкурентоспособных производственных мощностей остается достаточно высокой. Производительность труда растет медленно. При этом инвестиции в основной капитал продолжают сокращаться на фоне уменьшения прибыли компаний реального сектора, ограниченной доступности долгосрочных финансовых ресурсов на международном и внутреннем рынках, а также низких значений индикаторов предпринимательской и потребительской уверенности. Негативное воздействие на динамику производства и инвестиций также оказывает неопределенность внешнеполитической ситуации. Кроме того, рост российской экономики сдерживается низкой экономической активностью в большинстве стран - торговых партнеров России. Вместе с тем цены на нефть сохраняются на высоком уровне, что оказывает стабилизирующее воздействие на отечественную экономику и государственные финансы. Потребительский спрос остается основным источником роста экономики. Однако в апреле наметились признаки его снижения после временного увеличения в предыдущие месяцы на фоне ожидания роста цен.

По прогнозам Банка России, по итогам 2014 года рост российской экономики замедлится до 0,4%. Стимулирующее воздействие произошедшего ослабления национальной валюты на экономическую активность будет ограниченным. В условиях неопределенности и на фоне наблюдавшегося ухудшения настроений производителей высока вероятность продолжения сокращения инвестиций в основной капитал в текущем году. Снижение темпов роста реальной заработной платы и кредитования физических лиц будет оказывать сдерживающее влияние на потребительскую активность. Положительный вклад в темпы роста экономики внесет чистый экспорт. Вместе с тем во втором полугодии 2014 года ожидается некоторое ускорение экономического роста на фоне снижения геополитической напряженности и улучшения настроений производителей.

Произошедшее в конце 2013 - начале 2014 года ослабление рубля продолжит оказывать влияние на потребительские цены в ближайшие месяцы. Однако с учетом стабилизации ситуации на валютном рынке в апреле - начале июня 2014 года вклад курсовой динамики в инфляцию будет уменьшаться. Кроме того, снижение темпов роста потребительских цен во втором полугодии будет обусловлено меньшим масштабом индексации регулируемых цен и тарифов, низким агрегированным спросом при сохранении совокупного выпуска товаров и услуг ниже потенциального уровня, а также ожидаемым хорошим урожаем. Замедление инфляции будет способствовать снижению инфляционных ожиданий. Учитывая, что наблюдаемое ускорение роста потребительских цен обусловлено непредвиденными факторами, а влияние денежно-кредитной политики на экономику распределено во времени, замедление инфляции до целевого уровня 5,0% в 2014 году маловероятно. При этом сохранение текущей направленности денежно-кредитной политики позволит обеспечить снижение темпов роста потребительских цен до целевых уровней в среднесрочной перспективе.

Вместе с тем в настоящее время сохраняются риски превышения инфляцией цели не только в краткосрочной, но и в среднесрочной перспективе. Они связаны с изменением курса национальной валюты, в том числе под влиянием денежно-кредитной политики центральных банков других стран и внешнеполитической ситуации. Источниками рисков также являются динамика инфляционных ожиданий, изменение конъюнктуры рынков продовольственных товаров, а также возможный пересмотр запланированных темпов роста регулируемых цен. В случае если реализация указанных рисков создаст угрозу превышения инфляцией цели в среднесрочной перспективе, Банк России продолжит повышение ключевой ставки.

Следующее заседание Совета директоров Банка России, на котором будет рассматриваться вопрос об уровне ключевой ставки, запланировано на [25 июля 2014 года](#). Время публикации пресс-релиза о решении Совета директоров Банка России - 13:30 по московскому времени.

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

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 Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Роман Османов Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

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
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34
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

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29
Елена Федотова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17
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

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-90-68
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-90-96
Денис Семеновых	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14
Николай Фролов	FrolovN@psbank.ru	+7 (495) 228-39-23
Борис Холжигитов	KholzhigitovBS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 411-51-34
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Александр Сурпин	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили	DavitiashviliVM@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

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Сергей Миленин	Milenin@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21
Александр Бараночников	Baranoch@psbank.ru	+7 (495) 228-39-21

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	OrehovAA@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

© 2013 ОАО «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 ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «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. ОАО «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. ОАО «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.