

Решение ЦБ РФ: смягчить ДКП сейчас, но сохранить ее жесткой в ближайшем будущем

Банк России на заседании 16 сентября ожидаемо снизил ключевую ставку на 50 б.п. до уровня 10% с учетом замедления инфляции до 6,6% годовых и снижения инфляционных ожиданий. При этом регулятор отметил, что «для закрепления тенденции к устойчивому снижению инфляции необходимо поддержание достигнутого уровня ключевой ставки до конца 2016 года с возможностью ее снижения в I-II квартале 2017 года». По заявлениям Э. Набиуллиной, усиления инфляционных рисков не наблюдается, но дальнейшему смягчению ДКП по-прежнему препятствуют инерционность инфляционных ожиданий, возможное ослабление стимулов домохозяйств к сбережениям, неопределённость в отношении индексации зарплат и социальных выплат. Наш обновленный прогноз предполагает сохранение ключевой ставки на текущем уровне до конца года и ее дальнейшее снижение на 50 б.п. в I квартале 2017 г.

Александр Полютков
Polyutovav@psbank.ru

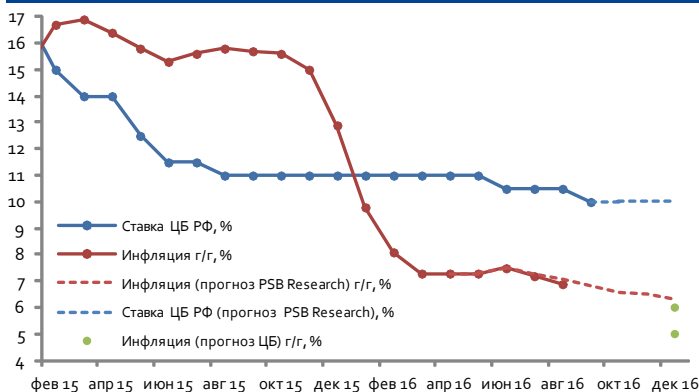
Роман Насонов
NasonovRS@psbank.ru

Регулятор ожидаемо решил снизить ставку на 50 б.п...

Как мы и предполагали ранее, снижение инфляции и инфляционных рисков позволили Банку России продолжить цикл снижения ключевой ставки в сентябре (см. наш обзор: «[Заседание Банка России: регулятор вернется к смягчению монетарной политики.](#)» от 13.09.2016 г.). В своем пресс-релизе ЦБ отмечает, что решение было принято с учетом «замедления инфляции в соответствии с прогнозом и снижения инфляционных ожиданий при сохранении неустойчивой экономической активности». По оценке ЦБ, годовой темп прироста потребительских цен сократился до 6,6% по состоянию на 12 сентября 2016 г. после 6,9% в августе и 7,2% в июле.

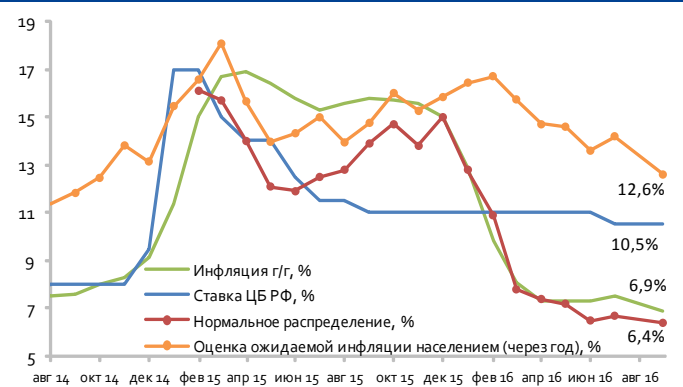
Медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед в августе, согласно данным опросов, уменьшилось на 1,7 п.п. до 12,6%, что является минимальным значением с октября 2014 г. Оценки представлений населения о будущей инфляции с использованием нормального и равномерного распределений составили 6,4% и 6,3% соответственно, против 6,9% и 6,8% в июле. Смягчению монетарной политики также частично способствовали сокращение инвестиций и стагнация в отдельных отраслях промышленности.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

Но дал понять, что на продолжение смягчения монетарной политики рассчитывать пока не стоит...

Несмотря на снижение ключевой ставки по итогам сегодняшнего заседания, Банк России сохраняет приверженность к консервативной монетарной политике, что отразилось в его заявлении о необходимости поддержания достигнутого уровня ставки до конца 2016 г. с возможностью ее дальнейшего снижения лишь в I-II квартале 2017 г. По мнению ЦБ, умеренно жесткие денежно-кредитные условия потребуются для закрепления тенденции к устойчивому снижению инфляции и не будут препятствовать восстановлению экономической активности. Скорее всего, показатели, напрямую не связанные с инфляцией, продолжат играть второстепенную роль в решениях регулятора, так как он не изменил свою точку зрения, что основные препятствия для экономического роста имеют структурный характер. Справедливость данной позиции подтверждается, в том числе, сохраняющейся на стабильно невысоком уровне безработицей (около 5,5%).

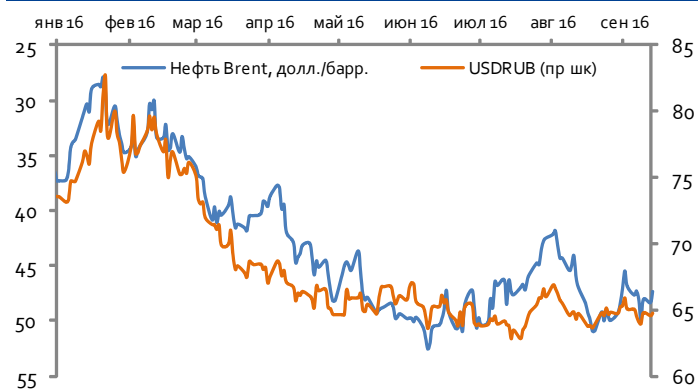
В качестве рисков по достижению инфляцией целевого уровня 4% в 2017 г. ЦБ по-прежнему отмечает инерционность инфляционных ожиданий, ослабление стимулов домохозяйств к сбережениям, неопределенность в отношении индексации зарплат и социальных выплат, а также волатильность мировых товарных и финансовых рынков. Принимая во внимание указанные факторы, мы прогнозируем инфляцию на конец года на уровне 6,3-6,5%, что несколько выше уточненного прогноза ЦБ 5,5-6%.

Полагаем, что с учетом озвученных планов регулятора, шансы на дальнейшее снижение ставки в октябре практически нулевые. Вероятность аналогичного действия в декабре также серьезно сократилась, но однозначно исключать смягчения политики нельзя. Если сложатся благоприятные условия на внешних рынках и рубль будет стабильным, а инфляция уйдет заметно ниже 6%, регулятор может вернуться к рассмотрению снижения ставки. Впрочем, ждать такого сценария до конца года пока не приходится. Хотя Э. Набиуллина не исключила перехода к шагу 0,25 п.п. в рамках дальнейшего снижения ставки, по-нашему мнению, после паузы в несколько месяцев наиболее вероятно ее снижение прежними темпами в 50 б.п. в I квартале 2017 г.

Рубль не отреагировал на решение ЦБ, но на рынке ОФЗ началась коррекция

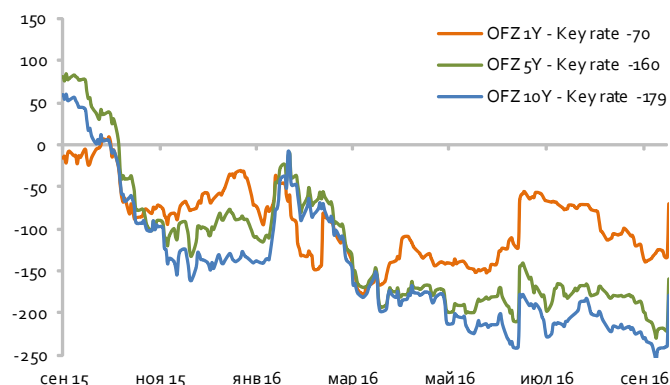
Снижение ставки ожидалось участниками валютного рынка, поэтому решение ЦБ не изменило баланс сил: доллар продолжил торговаться вблизи 65 руб. за единицу американской валюты. В свою очередь, глава ЦБ Э. Набиуллина на пресс-конференции отметила, что Банк России не видит рисков повышения волатильности курса рубля, что национальная валюта и демонстрирует в последнее время, в том числе с учетом резких колебаний нефтяных цен.

Рубль и цены на нефть



Источник: Bloomberg, PSB Research

Спрэд доходности ОФЗ к ключевой ставке ЦБР, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

В то же время рынок ОФЗ отреагировал снижением котировок на дальнем участке кривой на 0,3-0,7 п.п., переоценивая будущие темпы смягчения монетарной политики в сторону замедления. Доходности гособлигаций с дюрацией более 2 лет на данный момент находятся в интервале 8,2-8,6%, а текущие дисконты к ключевой ставке составляют достаточно существенные 140-180 б.п. На наш взгляд, с учетом значительного уменьшения шансов на еще одно снижение ставки в этом году, спреды вполне могут сузиться до уровня 130-170 б.п., а доходности подрасти до 8,3-8,7% в ближайшие недели.

Дополнительное давление на рынок ОФЗ в условиях структурного профицита ликвидности могут оказать депозитные аукционы ЦБ, предлагающие более высокие ставки, а также новые инструменты – облигации Банка России (ОБР) со сроками до погашения 3, 6 и 12 месяцев. Купонный период облигаций будет равен минимальному сроку обращения – 3 месяца. Полагаем, что тестовый запуск нового инструмента возможен уже этой осенью. Кроме того, стоит учитывать возможный рост предложения от Минфина на первичном рынке в целях покрытия бюджетного дефицита.

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 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

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, 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
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.