

Заседание Банка России 24 марта 2017г.: вероятность снижения ключевой ставки невысока

Полагаем, что по итогам предстоящего заседания Банк России вновь сохранит ключевую ставку на уровне 10% годовых, взяв паузу до подтверждения тренда на снижение инфляционных ожиданий населения. Тем не менее, устойчивое замедление темпов фактической инфляции приведет к смягчению риторики регулятора, которое подготовит базу для последующего снижения ставки на 50 б.п. в апреле или июне. На это решение ЦБ долговой рынок может отреагировать ростом доходностей на 5-10 б.п., существенного влияния на курс рубля не ожидается.

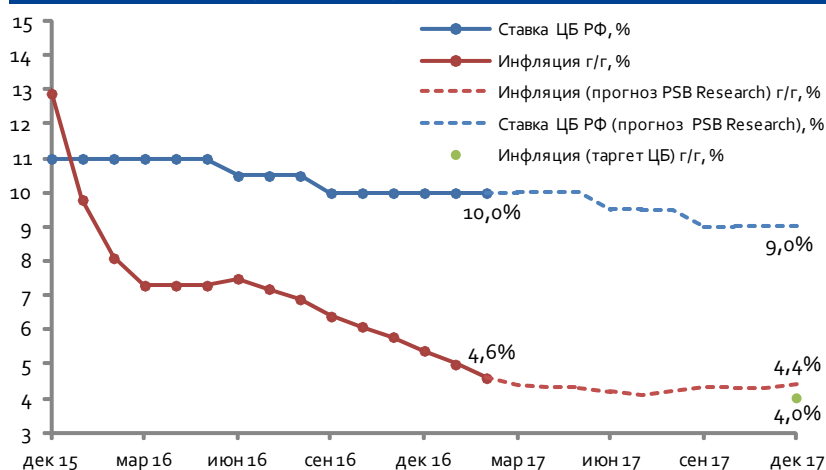
Роман Насонов
NasonovRS@psbank.ru

Темпы инфляции замедляются быстрее прогнозов, а курс рубля демонстрирует устойчивость

Главным аргументом сторонников снижения ключевой ставки Банка России на заседании 24 марта является устойчивое замедление темпов инфляции до уровней, близких к целевым 4% на конец 2017 г. Исходя из среднесуточных темпов роста цен, по состоянию на 13 марта инфляция в годовом выражении опустилась до 4,4% с 4,6% в феврале и 5,0% в январе. Более того, месячные темпы роста цен в феврале (0,2%) оказались рекордно низкими за все время наблюдений с 1991 г., и более чем на 0,2 п.п. ниже значения, соответствующего целевой траектории Банка России. Динамика базового индекса потребительских цен, очищенного от влияния сезонных и административных факторов, также обнадеживает. В феврале он составил 100,2% м/м, а в годовом выражении - 105,0% против 105,5% в январе и 106,0% в декабре 2016 г. Таким образом, базовая инфляция за последние 2 месяца замедляется даже более быстрыми темпами, чем традиционный показатель.

*Инфляция замедляется
быстрее прогнозов...*

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Еще одним доводом в пользу смягчения ДКП уже на этой неделе может стать устойчивость курса рубля. Как мы и ожидали, валютные операции Минфина, которые ЦБ отмечал в качестве краткосрочных рисков для инфляции, пока не привели к ослаблению российской валюты. С момента начала их проведения – 7 февраля, рубль укрепился по отношению доллару США с 58,9 до 57,2 руб. за долл. несмотря на снижение цен на нефть на 7% до 52 долл. за барр. марки Brent. Отчасти этому способствовала позитивная реакция рынков на итоги мартовского заседания ФРС. Американский регулятор ожидаемо поднял целевой диапазон процентной ставки по кредитам овернайт на 0,25 п.п., до 0,75-1% годовых, но, вопреки опасениям инвесторов, не стал корректировать свои

Курс рубля устойчив...

планы, предполагающие 2 оставшихся повышения ставок до конца года. Как сообщили Интерфаксу в пресс-службе ЦБ РФ, этот фактор также будет учитываться в обновленном прогнозе Банка России, на основании которого будет приниматься решение по ключевой ставке.

Дополнительным поддерживающим фактором для смягчения ДКП является снижение инфляционных рисков со стороны потребительского кредитования. По оценке ЦБ (опубликованной 17 марта в «Финансовом обозрении»), ожидаемое восстановление темпов прироста потребкредитования не будет препятствовать достижению Банком России цели по инфляции в 4% к концу 2017 г.

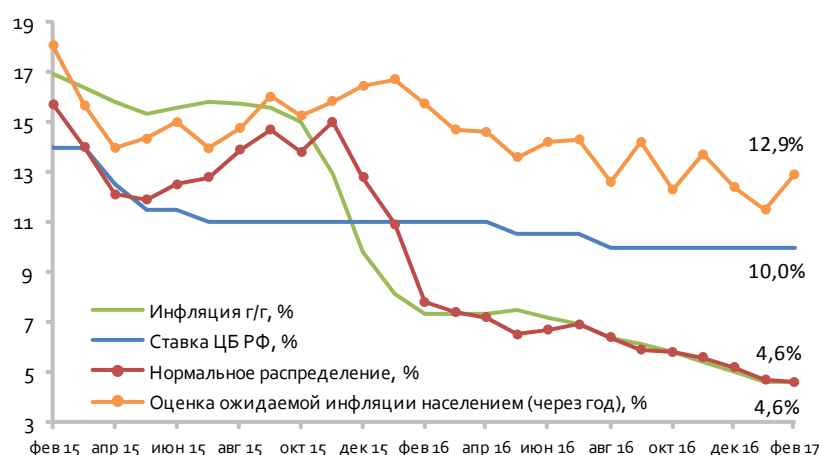
Однако оснований для сохранения ключевой ставки на уровне 10% у Банка России пока достаточно

Значительного смягчения риторики в официальных комментариях ЦБ, указывающего на возможность снижения ключевой ставки в марте, пока не происходит. Экспертами Банка России по-прежнему подчеркивается, что сильное влияние на происходящее замедление темпов роста цен оказывают временные факторы, основными из которых являются укрепление рубля и высокое предложение продовольствия. В обзоре, посвященном динамике потребительских цен в феврале, также отмечается происходящее ускорение роста цен производителей в ряде базовых отраслей (нефтяной промышленности, металлургии), которое может оказать негативное влияние на затраты и цены в экономике в целом.

Кроме того, инфляционные риски остаются высокими из-за инерционности инфляционных ожиданий населения, что подтверждается данными февральского опроса. Наблюдаемая населением инфляция выросла с 14,0% до 15,1%, а медианное значение ожидаемой инфляции на следующие 12 месяцев после снижения в течение 2 предыдущих месяцев поднялось на 1,4 п.п. до 12,9%, превысив уровень декабря 2016 г. (12,4%). Качественные оценки наблюдаемых темпов роста цен более позитивны: доля тех, кто считает, что цены за последний месяц выросли очень сильно, снизилась до минимума с середины 2014 г. Однако доля респондентов, считающих, что в 2017 г. инфляция окажется заметно выше целевого уровня в 4%, вернулась к уровню декабря 2016 г. (63%) после резкого снижения в январе. Как следствие, в февральском обзоре «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения» отмечается, что «связанные с этим проинфляционные риски требуют сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики».

Но риторика в официальных комментариях ЦБ пока остается умеренно-жесткой...

Инфляционные ожидания населения



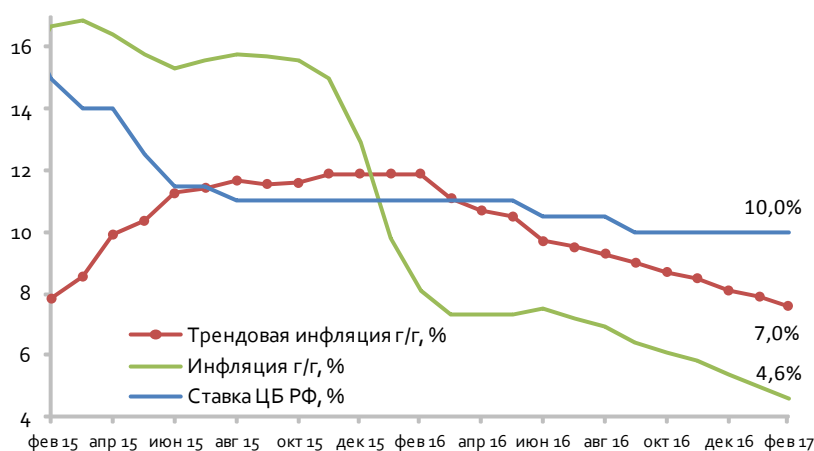
Источник: Bloomberg, PSB Research

Более того, первый зампред ЦБ К.Юдаева в интервью агентству Bloomberg в начале марта подчеркнула, что ожидания инфляции гражданами – это ключевой фактор, на который сейчас ориентируется регулятор, принимая решения по ставкам. Она также отметила, что снижение инфляции опережающими прогнозы темпами – еще не повод для смягчения ДКП, поскольку инфляционные ожидания населения еще очень далеки от «заякоривания» на целевом уровне 4%.

Относительную инерционность демонстрирует и рассчитываемый экспертами Банка России показатель трендовой инфляции. Оценка ее годовых темпов в феврале 2017 г. снизилась до уровня 7,0% с 7,2% в январе и 7,4% в декабре, т.е. на 0,4 п.п. за последние 2 месяца против 0,8 п.п. по показателю потребительской инфляции. Это указывает на то, что риски отклонения инфляции от цели 4% в конце 2017 г. сохраняются.

*А инфляционные
ожидания населения и
трендовая инфляция
демонстрируют
инерционность...*

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Мы также считаем, что у ЦБ нет веских причин торопиться со снижением ключевой ставки, поскольку смягчение монетарных условий вряд ли приведет к существенному ускорению процесса восстановления российской экономики. Стабильно невысокая безработица вблизи уровня 5,5% свидетельствует, что ее текущие проблемы носят структурный характер. К тому же умеренно жесткая денежно-кредитная политика, по оценке самого Банка России, оказывает и стимулирующее воздействие на экономический рост, способствуя снижению макроэкономической неопределенности. Позитивные оценки аналитиков ЦБ, данные в последних обзорах, указывают на возможность улучшения прогнозов по росту экономики по итогам предстоящего заседания. В частности, в мартовском бюллетене «О чем говорят тренды» отмечается, что индексная оценка ВВП на 1 кв. 2017 г. была повышена до 0,6% к/к (с исключением сезонного фактора) с 0,4% к/к в прошлом месяце.

*Веских оснований
торопиться со
снижением ключевой
ставки нет ...*

Наши прогнозы

В обзоре перед февральским заседанием ЦБ мы рассматривали снижение ключевой ставки в марте как базовый сценарий, но ужесточение риторики регулятора в опубликованном по его итогам пресс-релизе заставило нас пересмотреть свои прогнозы в пользу июня. Тогда Банк России отметил, что потенциал снижения ключевой ставки в 1 пол. 2017 г. уменьшился, а на последовавшей пресс-конференции глава ЦБ Э.Набиуллина заявила, что это с большей вероятностью произойдет во втором квартале, чем в первом. Таким образом, даже если большинство членов совета директоров Банка России посчитает целесообразным смягчение монетарных условий уже сейчас, более логичным исходом предстоящего заседания было бы «подготовительное» смягчение риторики. Саму же ключевую ставку можно будет снизить уже через месяц, на заседании 28 апреля.

Тем не менее, похоже, что не все представители ЦБ считают нужным откладывать данное решение. По мнению главы департамента ДКП Банка России И.Дмитриева, озвученному 15 марта в интервью Bloomberg, низкие значения инфляции являются для него поводом «предложить совету директоров в марте рассматривать среди прочих возможность снижения ставки».

Поэтому мы допускаем, что в качестве альтернативы ЦБ может пойти на «компромиссный» вариант снижения ставки на 25 б.п. Напомним, что по словам Э.Набиуллиной, февральское изменение сигнала «может означать и то, что ключевая ставка ЦБ может быть снижена меньшее количество раз, и то, что она может быть снижена на меньшую величину».

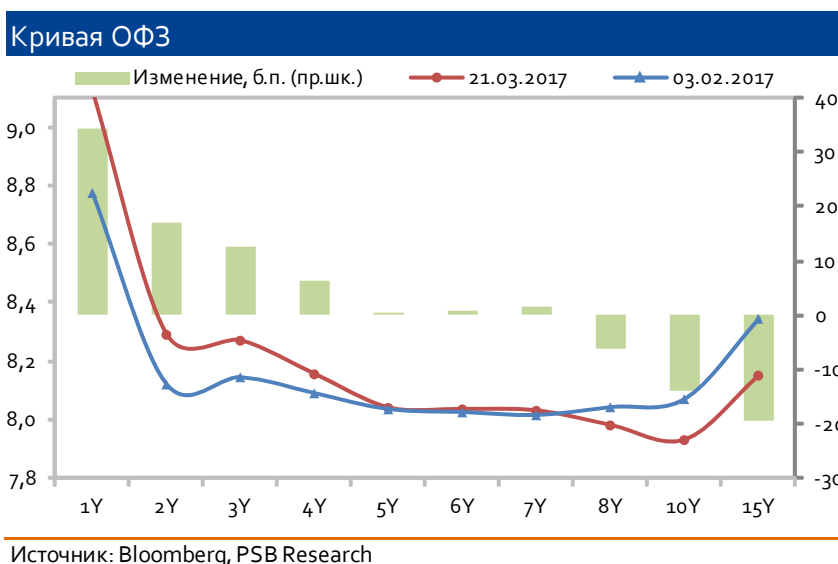
Однако переход к шагу в 25 б.п., на наш взгляд, выглядит преждевременным при текущей реальной ставке около 5,5%, и сопряжен с рисками запаздывания корректировки ДКП в случае ухода инфляции ниже цели ЦБ. Кроме того, сокращение шага с 50 до 25 б.п., скорее всего, потребует от регулятора более частого понижения ключевой ставки с ее текущего двузначного уровня.

Резюмируя вышесказанное, мы прогнозируем, что по итогам заседания 24 марта ключевая ставка с высокой вероятностью останется на уровне 10%, но если все же будет принято решение о ее снижении, то вряд ли больше, чем на 25 б.п. Сценарий же снижения ключевой ставки на 50 б.п. с учетом последовательного подхода регулятора к проводимой ДКП выглядит, на наш взгляд, очень маловероятным.

Смягчение ДКП пока маловероятно ...

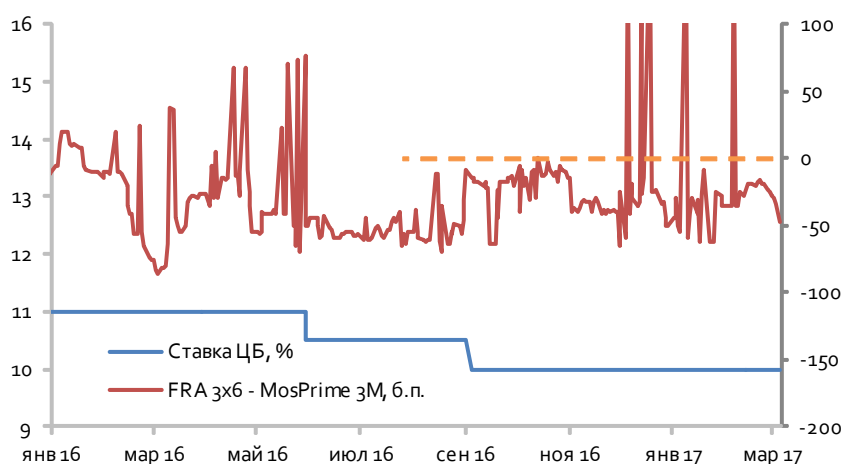
Долговой и валютный рынки

Котировки ОФЗ после февральского заседания ЦБ демонстрировали преимущественно боковую динамику, что, по-нашему мнению, во многом объясняется ужесточением риторики регулятора. Однако снижение темпов инфляции заставило многих участников рынка поверить в снижение ключевой ставки в марте и за последние 2 недели доходности ОФЗ опустились на 20-30 б.п. до 7,95-8,2% годовых.



На рост ожиданий по снижению ключевой ставки указывает динамика дисконта 3-месячного форварда на Mosprime-3m, который котируется уже почти на 50 б.п. ниже ее текущего значения, хотя еще в начале марта дисконт составлял 20 б.п. После ужесточения риторики ЦБ на февральском заседании рыночные ожидания относительно перспектив скорого снижения ставки снизились, что нашло отражение в индикаторах.

Спрэд FRA 3х6 - MosPrime 3М, б.п.



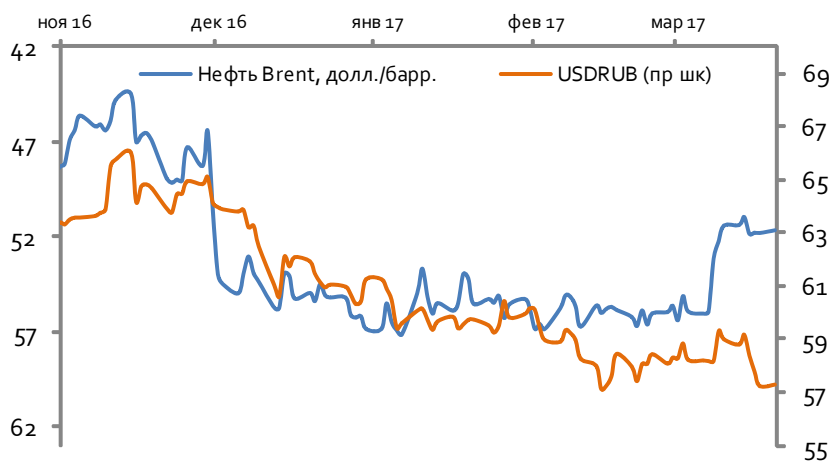
Источник: Bloomberg, PSB Research

Полагаем, что произошедшее снижение доходностей ОФЗ является оправданным, поскольку, во-первых, оно отчасти является отражением глобальных тенденций и не выглядит чрезмерным на фоне других ЕМ, а во-вторых, шансы на снижение ключевой ставки в первом полугодии действительно существенно подросли. Однако ее сохранение на прежнем уровне в пятницу может привести к временному росту доходностей ОФЗ на 5-10 б.п., который впоследствии можно будет использовать для открытия длинных позиций при условии смягчения риторики регулятора. Сценарий же снижения ключевой ставки на 25 б.п. будет, скорее, нейтральным для долгового рынка.

Доходности ОФЗ могут подрасти на 5-10 б.п. после заседания...

Поскольку мы не ожидаем большого роста волатильности по итогам заседания ЦБ на рынке рублевых облигаций, то и на валютном рынке, скорее всего, масштабных изменений не произойдет. В целом, сохранение ключевой ставки на уровне 10% фундаментально позитивно для рубля, но еще большую роль в его укреплении к доллару с начала года, по нашему мнению, сыграл сезонный рост продаж валюты экспортерами в условиях слабого спроса на импортные товары. В ближайшую неделю поддержку рублю будет также оказывать фактор налоговых выплат 27 и 28 марта, которые, по-нашим оценкам, составят 1,2 трлн руб. Но в перспективе нескольких месяцев риски роста курса долл./рубль достаточно высоки, поскольку он сейчас находится на 7-8% ниже исторических уровней по отношению к текущим ценам на нефть.

Рубль и цены на нефть



Источник: Bloomberg, PSB Research

PSB RESEARCH

Николай Кащеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полкутов

Дмитрий Монастыршин

Роман Насонов

Михаил Поддубский

PolyutovAV@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

NasonovRS@psbank.ru

PoddubskiyMM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

Илья Фролов

Екатерина Крылова

Игорь Нуждин

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов

Руслан Сибяев

Пётр Федосенко

Константин Квашнин

Евгений Жариков

Михаил Маркин

Алексей Кулаков

Павел Демещик

Евгений Ворошнин

Сергей Устиков

Александр Орехов

Операции на финансовых рынках

FICC

Еврооблигации

Рублевые облигации

ОФЗ, длинные ставки

Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities

FX, короткие ставки

Денежный рынок

РЕПО

Акции

+7 (495) 705-97-57

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 411-5133

+7 (495) 705-9758

+7 (495) 411-5132

+7 (495) 411-5135

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина

Александр Аверочкин

Филипп Аграчев

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

Татьяна Муллина

Владислав Риман

Максим Сушко

Давид Меликян

Александр Борисов

Олег Рабец

Александр Ленточников

Глеб Попов

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

Операции с институциональными клиентами Fixed Income

+7 (495) 705-97-57

Центр экспертизы для корпоративных клиентов

Конверсии, Хеджирование, РЕПО,

Структурные продукты, DCM

+7 (495) 228-39-22

Конверсионные и валютные форвардные операции

+7 (495) 733-96-28

Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-69

+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.