

ЦБ РФ решил снизить ключевую ставку, но лишь на 25 б.п. до 9,75%

Банк России по итогам очередного заседания снизил ключевую ставку на 25 б.п. до 9,75%, ориентируясь на благоприятную динамику инфляции, опустившуюся до 4,3% г/г. при цели 4% на конец 2017 г. В комментариях регулятора также отмечается, что краткосрочные инфляционные риски, связанные с валютными операциями Минфина, не реализовались. Наш прогноз по ключевой ставке на конец 2017 г. остается прежним – 8,75-9,0% годовых, при этом не исключаем, что ее следующее снижение на 25 б.п. может произойти уже в апреле.

Долговой и валютный рынки восприняли решение ЦБ со сдержанным оптимизмом. В ближайшие месяцы мы ожидаем снижения доходностей ОФЗ до 7,6-7,9%, рубль же может немного ослабнуть, поскольку курс USD/RUB сейчас находится на 7-8% ниже исторических уровней по отношению к текущим ценам на нефть.

Благоприятная динамика инфляции и снижение инфляционных рисков позволили Банку России возобновить цикл смягчения ДКП

По итогам заседания 24 марта совет директоров Банка России принял решение снизить ключевую ставку на 25 б.п. до 9,75% годовых. Хотя в нашем базовом сценарии мы предполагали, что регулятор оставит ключевую ставку неизменной из-за роста инфляционных ожиданий населения в феврале и ужесточения риторики в февральском пресс-релизе, тем не менее, реализацию альтернативного варианта снижения ставки на 25 б.п. нельзя назвать большой неожиданностью. 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». Кроме того, о намерении «предложить совету директоров в марте рассматривать среди прочих возможность снижения ставки» 15 марта в интервью Bloomberg высказывался глава департамента ДКП Банка России И. Дмитриев.

Основаниями для принятого ЦБ РФ решения послужили благоприятная динамика инфляции и снижение некоторых инфляционных рисков. По оценке регулятора, за первые двадцать дней марта годовые темпы прироста потребительских цен сократились до 4,3%, с 4,6% в феврале и 5,0% в январе, что всего лишь на 0,3 п.п. превышает цель ЦБ 4% на конец 2017 г. При этом 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.

Наиболее заметное изменение риторики пресс-релиза наблюдалось в отношении валютных операций Минфина. Если по итогам февральского заседания регулятор указывал на то, что краткосрочно они несут в себе риски ослабления рубля, которое может обернуться ростом потребительских цен, то в сегодняшнем комментарии отмечается, что «краткосрочные инфляционные риски, связанные с началом проведения указанных операций, не реализовались». В то же время ЦБ по-прежнему не видит угрозы для инфляции со стороны динамики потребительского кредитования и роста заработной платы.

Но регулятор продолжает проявлять осторожность в своих действиях

Тем не менее, выбранный шаг снижения ставки указывает на то, что Банк России пока сохраняет свою приверженность к умеренно-жесткому подходу к проводимой монетарной политике. В текущем цикле смягчения ДКП, берущим свое начало в январе 2015 г., российский регулятор еще ни разу не снижал ключевую ставку менее чем на 50 б.п., а переход на шаг 25 б.п. не позволяет рассчитывать на быстрое смягчение монетарных

Роман Насонов
NasonovRS@psbank.ru

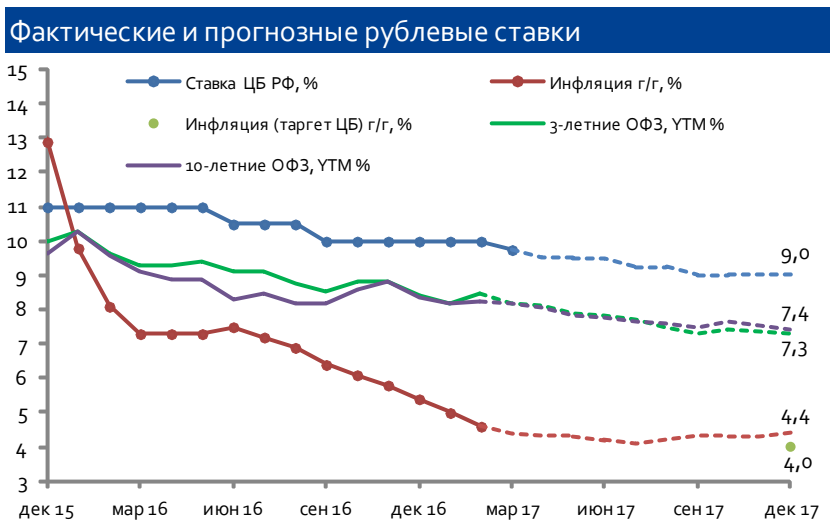
условий. Согласно комментариям в пресс-релизе, озабоченность у ЦБ вызывают сохраняющаяся инерционность инфляционных ожиданий, а также возможность быстрого уменьшения склонности к сбережению домашних хозяйств. Кроме того, на последовавшей после заседания пресс-конференции Э.Набиуллина пояснила, что масштаб снижения ключевой ставки выбирался с учетом того, что в дальнейшем вклад в замедление инфляции таких факторов, как изменение курса и хороший урожай, может уменьшиться.

С учетом вышесказанного, наш прогноз по ключевой ставке на конец 2017 г. остается прежним – 8,75-9,0% годовых. Соответственно, мы полагаем, что сокращение шага с 50 до 25 б.п. потребует от регулятора более частого понижения ключевой ставки с ее текущего уровня 9,75%, превышающего инфляцию почти на 5,5 п.п. О том, что возвращение к шагу 50 б.п. уже маловероятно, по-нашему мнению, сигнализирует фраза: «Банк России будет оценивать дальнейшую динамику инфляции и экономики относительно прогноза и допускает возможность **постепенного** снижения ключевой ставки во II-III кварталах текущего года». Наиболее вероятным значением ставки на конец 1 полугодия считаем 9,5%, при этом не исключаем, что ее следующее снижение может произойти уже в апреле.

Долговой и валютный рынки восприняли решение ЦБ со сдержанным оптимизмом.

Котировки ОФЗ позитивно отреагировали на решение ЦБ, хотя их заметный рост наблюдался лишь на дальнем участке кривой. Выпуски с погашением в 2026-2033 гг. подорожали на 0,3-0,5 п.п., а их доходности опустились на 5-6 б.п. до 7,95-8,15%. Полагаем, что это движение вряд ли получит заметное развитие в ближайшие дни, поскольку после разового снижения ключевой ставки на 25 б.п. ее спрэд к доходностям ОФЗ по-прежнему остается значительным, составляя около 170 б.п. для большинства бумаг.

На горизонте от нескольких месяцев мы сохраняем оптимистичный взгляд на котировки рублевых гособлигаций благодаря происходящему снижению 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 35 б.п. до 8,05%, что уже ниже доходностей большинства ОФЗ. В этих условиях к концу 1 пол. доходности выпусков с погашением в 2020-2033 гг. могут опуститься до 7,6-7,9%.



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Российский валютный рынок отреагировал на небольшое понижение ставки еще более сдержанно: рубль укрепился по отношению к доллару на 20 копеек до 57,2 руб. за долл. В целом, переход на более плавные темпы снижения ставок при их сохранении на высоком уровне фундаментально позитивен для рубля. В то же время еще большую роль в его

укреплении к доллару с начала года, чем высокий уровень ставок, 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.

PSB RESEARCH

Николай Кащеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
 Директор по исследованиям и аналитике

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полкутов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
 Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
 Роман Насонов NasonovRS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
 Михаил Поддубский PoddubskiyMM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ 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
 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

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
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-69
Михаил Маркин		+7 (495) 705-90-96
Алексей Кулаков	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	+7 (495) 411-5133
Павел Демещик		FX, короткие ставки
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 705-9758
Сергей Устиков		РЕПО
Александр Орехов	Акции	+7 (495) 411-5132
		+7 (495) 411-5135
		+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами Fixed Income	
Александр Аверочкин		+7 (495) 705-97-57
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Татьяна Муллина		Конверсии, Хеджирование, РЕПО,
Владислав Риман		Структурные продукты, DCM
Максим Сушко		+7 (495) 228-39-22
Давид Меликян		
Александр Борисов	Конверсионные и валютные форвардные операции	
Олег Рабец		+7 (495) 733-96-28
Александр Ленточников		
Глеб Попов	Брокерское обслуживание	
Игорь Федосенко		+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло		+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.