

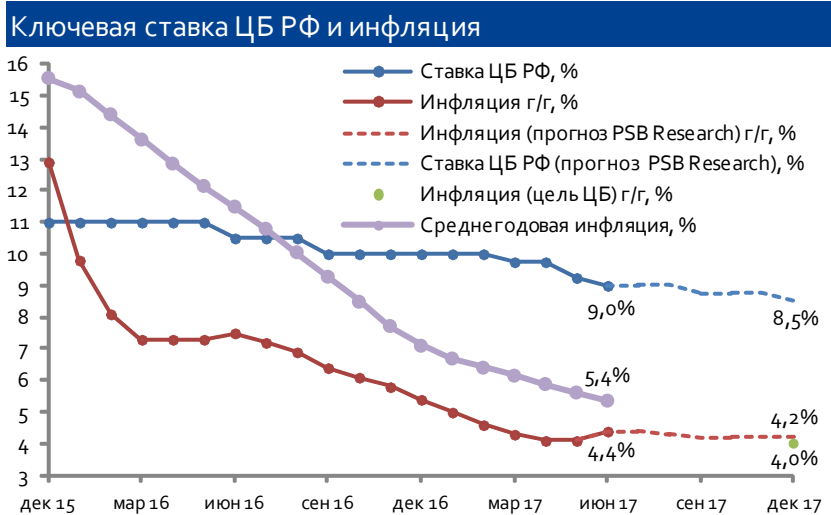
## Заседание Банка России 28 июля: ожидаем паузы в цикле снижения ключевой ставки.

По данным Росстата, годовая инфляция в июне поднялась до 4,4% с 4,1% в мае и апреле, а инфляционные ожидания населения, согласно опросам инфОМ, перестали снижаться. Полагаем, что это заставит ЦБ РФ проявить осторожность и сохранить ключевую ставку на уровне 9% годовых по итогам предстоящего заседания. Долговой и валютный рынки не реагируют на его приближение, а значит консервативное решение ЦБ, скорее всего, не вызовет негативной реакции у трейдеров.

**Роман Насонов**  
NasonovRS@psbank.ru

### Неожиданный скачок инфляции в июне – повод для ЦБ проявить осторожность...

По данным Росстата, инфляция в июне составила 0,6% после 0,4% в мае и 0,3% в апреле, существенно превысив месячный показатель, соответствующий целевому уровню Банка России (0,3-0,4% для июня). Темпы роста потребительских цен в годовом выражении поднялись до 4,4% с 4,1% в мае и апреле.



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Главной причиной такой динамики стало значительное удорожание плодоовощной продукции – на 8,3% м/м и 11,6% г/г, связанное, в том числе, с неблагоприятными погодными условиями в центральной части России. В результате, цены на продовольственные товары по итогам месяца поднялись на 1,0%, при этом без учета фруктов и овощей их прирост составил лишь 0,1%. Непродовольственные товары в июне стали дороже на 0,1%, услуги – на 0,7%, в т.ч. из-за роста тарифов на пассажирский транспорт на 3,6%.

Комментируя июньские данные по инфляции, директор департамента Банка России И. Дмитриев сообщил, что они стали «негативным сюрпризом». В июльском бюллетене «О чем говорят тренды» также отмечается, что «вследствие холодной весны урожай в этом году будет собран позже и сезонный пик, соответствующий максимальному снижению цены на плодоовощную продукцию, может сместиться с августа на сентябрь. Возможное смещение сезонности в динамике плодоовощной продукции, вызванное холодной погодой, продолжит негативно отражаться на годовом уровне инфляции, как минимум, до сентября, удерживая ее выше 4% г/г».

Реакция главы ЦБ на ускорение инфляции была более оптимистична. 13 июля в интервью ВФМ Э.Набиуллина сообщила, что инфляция в 1 полугодии, несмотря на колебания, приблизительно соответствует ожиданиям ЦБ РФ и выразила уверенность в достижении цели 4% к концу 2017 г. Тем не менее, на наш взгляд, в сложившейся ситуации регулятор

**Инфляция в июне подросла до 4,4% годовых из-за существенного удорожания плодоовощной продукции...**

предпочтет подождать с дальнейшим снижением ключевой ставки и убедиться, что угроза для достижения цели по инфляции по итогам года не нарастает.

**...в том числе из-за рисков роста инфляционных ожиданий**

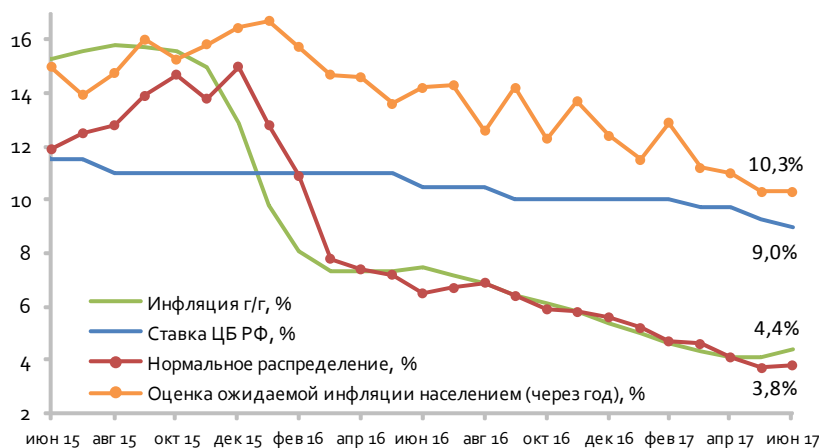
Полагаем, что вариант снижения ключевой ставки на 25 б.п. также будет достаточно активно обсуждаться между членами Совета директоров ЦБ. Теоретически, денежно-кредитная политика должна быть больше сфокусирована на очищенных от влияния временных факторов показателях, таких как базовый индекс потребительских цен, в состав которого плодоовощная продукция не включается. В июне он продолжил снижаться, опустившись до 3,5% г/г с 3,8% в мае и 4,1% в апреле, что может быть воспринято в качестве аргумента за продолжение снижения ключевой ставки.

Действительно, эксперты ЦБ признают, что «Банк России при проведении денежно-кредитной политики не может влиять на инфляционные последствия погодного фактора», однако при этом они подчеркивают, что он «должен будет принимать во внимание возможные вторичные эффекты на инфляцию от разовых ценовых шоков, сопровождающихся устойчивым повышением инфляционных ожиданий». Это соображение наверняка станет важным аргументом для сохранения ставки на прежнем уровне, особенно с учетом того, что снижение инфляционных ожиданий населения в июне приостановилось.

По данным опросов «инФОМ», прямая оценка инфляции на следующие 12 месяцев осталась на уровне мая – 10,3%. Модельные оценки Банка России составили 3,8% против 3,7–3,8% в мае. При этом оценка наблюдаемой годовой инфляции немного выросла, составив 12,4% после 12,1% месяцем ранее.

*Инфляционные ожидания населения перестали снижаться...*

**Инфляционные ожидания населения**



Источник: Bloomberg, PSB Research

Что касается других июньских данных по экономике, то они свидетельствуют о продолжении ее восстановления и дают ЦБ возможность не торопиться со снижением ключевой ставки. Согласно Росстату, безработица по сравнению с маем сократилась на 0,1 п.п., до 5,1% (-0,3 п.п. к июню 2016 г.), реальные располагаемые денежные доходы населения остались на прошлогоднем уровне после снижения на 0,1% г/г в мае, а темпы прироста оборота розничной торговли за месяц увеличились на 0,5 п.п. до 1,2% г/г.

Отметим также, что в последнее время представители регулятора не давали рынку каких-либо сигналов о возможном смягчении ДКП. На наш взгляд, это повышает вероятность того, что ключевая ставка будет оставлена без изменений, поскольку перед двумя последними заседаниями Э.Набиуллина озвучивала намерения о ее снижении на 25-50 б.п.

*Представители ЦБ не говорят о возможном снижении ставки в отличие от 2 предыдущих периодов до заседаний...*

Таким образом, мы склоняемся к тому, что на заседании 28 июля Совет директоров Банка России займет выжидательную позицию и оставит ключевую ставку на уровне 9% годовых. От пресс-релиза мы ожидаем немного более жесткой тональности по сравнению с последней публикацией. Вероятно указание на рост краткосрочных рисков для инфляции, в том числе из-за рисков худшего, чем в прошлом году, урожая. При этом посыл о том, что «Банк России видит пространство для снижения ключевой ставки во втором полугодии 2017 г.», скорее всего, сохранится в том или ином виде.

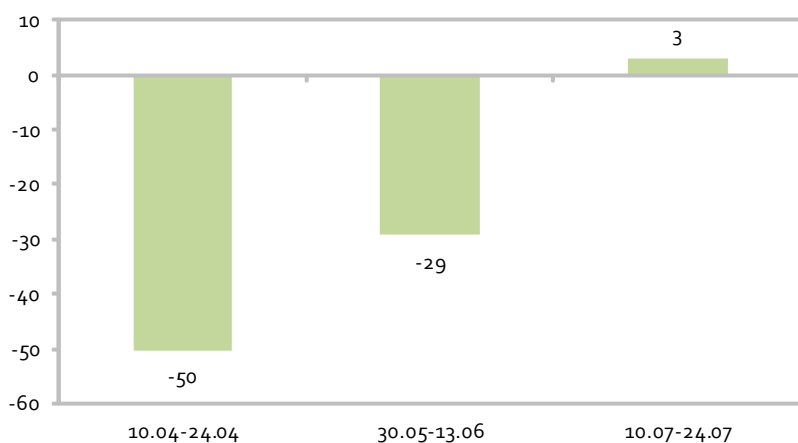
Наш ориентир по ставке на конец 2017 г. остается прежним – 8,5%, и предполагает 25 б.п. на опорных заседаниях ЦБ в сентябре и декабре. Дальнейшему смягчению ДКП будет способствовать сохраняющийся разрыв с долгосрочным целевым уровнем ЦБ по ставке (6,5%-6,75%) на фоне прогнозируемого нами замедления инфляции до 4,1%-4,3% к концу года.

**Долговой и валютный рынки**

Судя по динамике долгового рынка в последние 2 недели, инвесторы также не закладывают снижение ключевой ставки в свой базовый сценарий. Ближний участок кривой доходности ОФЗ за это время практически не претерпел изменений, в то время как за тот же период перед 2 предыдущими заседаниями доходности бумаг срочностью до 3 лет опускались на 50 и 29 б.п. соответственно, предугадывая решение ЦБ по ставке.

*Рынки не реагируют на приближение заседания ЦБ РФ ...*

**Среднее изменение доходностей ОФЗ срочностью до 3 лет**



Источник: Bloomberg, PSB Research

Отметим также, что российский долговой рынок отставал в динамике от рынков других крупных развивающихся стран. Доходность 10-летнего выпуска ОФЗ 26207 за последние 2 недели поднялась на 6 б.п. до 7,9%, в то время как доходности 10-летних локальных гособлигаций Индонезии, Турции, ЮАР и Бразилии опустились на 20-50 б.п. во многом благодаря снижению опасений инвесторов о перспективах ужесточения денежно-кредитной политики ЕЦБ и ФРС.

Мы ожидаем, что в отсутствие видимых драйверов для роста рынок ОФЗ в ближайшие дни продолжит консолидироваться на текущих уровнях, а консервативное решение ЦБ, скорее всего, не вызовет негативной реакции у трейдеров. Если же ставка все же будет снижена на 25 б.п., то доходности среднесрочных бумаг могут опуститься на 8-12 б.п.

*Ожидаем консолидации котировок ОФЗ и проторговки рубля в диапазоне 59,50-60,5 руб/долл...*

С точки зрения динамики курса рубля предстоящее заседание ЦБ РФ, на наш взгляд, не представляет большого интереса, так как вопрос о значительном изменении ставки или о валютных интервенциях не стоит на повестке дня. В частности, на прошлой неделе первый зампред ЦБ К.Юдаева сообщила, что задача пополнения резервов не является первоочередной и нужен более спокойный момент, чтобы приступить к ее реализации. Актуальным диапазоном для курса на этой неделе мы считаем 59,50-60,5 руб/долл.

## 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	<b>Операции на финансовых рынках</b>	
Руслан Сибяев		<b>FICC</b>
Пётр Федосенко	<b>Еврооблигации</b>	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин		<b>Рублевые облигации</b>
Евгений Жариков	<b>ОФЗ, длинные ставки</b>	+7 (495) 705-90-69
Михаил Маркин		+7 (495) 705-90-96
Алексей Кулаков	<b>Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities</b>	+7 (495) 411-5133
Павел Демещик		<b>FX, короткие ставки</b>
Евгений Ворошнин	<b>Денежный рынок</b>	+7 (495) 705-9758
Сергей Устиков		<b>РЕПО</b>
Александр Орехов	<b>Акции</b>	+7 (495) 411-5132
		+7 (495) 411-5135
		+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

### КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

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