

## Заседание Банка России: регулятор сохранит статус-кво

Ожидаем, что на заседании 29 июля Банк России сохранит ключевую ставку на текущем уровне – 10,5% годовых. В своих пресс-релизах ЦБ неоднократно отмечал, что принимая решение о ключевой ставке, ориентируется на инфляцию. Последнее понижение ключевой ставки было реализовано относительно недавно – 10 июня. За прошедшее с этой даты время инфляция не продемонстрировала признаков устойчивого замедления. В июне даже отмечался рост инфляции до 7,5% по сравнению с 7,3% за март-май. Снижение инфляции за первые 18 дней июля до 7,1%-7,2%, на наш взгляд, пока недостаточно для принятия решения о понижении ключевой ставки в условиях роста внешних рисков, связанных с Brexit, повышением ожиданий ужесточения ДКП в США и волатильности сырьевых цен. Для дальнейшего смягчения ДКП регулятор, вероятно, предпочтет дождаться перехода фактической инфляции к снижению ниже 7% и приближения к базовому прогнозу 5% - 6% до конца 2016 г.

С момента последнего заседания Банка России на котором было принято решение о понижении ключевой ставки произошло довольно много рыночных событий, которые, безусловно, отразятся на принятии решения. Так, среди значимых событий можно назвать: неожиданные итоги референдума в Великобритании, усиление ожиданий возможного ужесточения монетарной политики в США, а также недавнее снижение котировок нефти ниже отметки 45 долл. за барр., которое стало поводом для ослабления позиций национальной валюты.

Тем не менее, в своих пресс-релизах ЦБ неоднократно отмечал, что принимая решение о ключевой ставке, ориентируется на инфляцию. Последнее понижение ключевой ставки было реализовано относительно недавно – 10 июня. За прошедшее с этой даты время инфляция не продемонстрировала признаков замедления. В июне даже отмечался рост инфляции до 7,5% по сравнению с 7,3% за март-май. Таким образом, следует более детально рассмотреть факторы способные повлиять на инфляцию.

### Инфляция: в июле снижение цен ожидаемо возобновилось

Высокая база прошлого года по инфляции в июле фактически вновь начала работу после непродолжительной паузы в июне, когда рост цен ускорился в годовом выражении до 7,5% с 7,3% в марте-мае. Отметим, что в июне 2015 г. наблюдалось ощутимое замедление инфляции до 0,2%, на котором помимо сезонных летних факторов отразился эффект заметного укрепления рубля в период с марта по май (с 61-62 руб. до 50 руб. за доллар). В качестве сопоставления можно отметить, что рубль с минимумов января по июнь в 2015 г. окреп на 30%, тогда как с минимумов января в 2016 г. укрепление национальной валюты составило порядка 20% (до июньских максимумов).

Вместе с тем, в июле этого года, по оперативным данным Росстата (за первые 18 дней), годовая инфляция вновь начала снижение до 7,1%-7,2%, даже с учетом индексации тарифов ЖКХ с 1 июля в среднем на 4% по стране, которое в этом году было ниже, чем в июле 2015 г., когда коммунальные услуги подорожали в среднем на 8,7%. Тогда инфляция заметно ускорилась до 0,8% за месяц.

Среди дополнительных факторов замедления инфляции в летние месяцы этого года может стать снятие ограничений на ввоз турецких овощей и фруктов. При этом ЦБ в своем информационно-аналитическом комментарии «Динамика потребительских цен» к числу позитивных моментов для снижения инфляции

*Александр Полютков*  
[polyutovav@psbank.ru](mailto:polyutovav@psbank.ru)

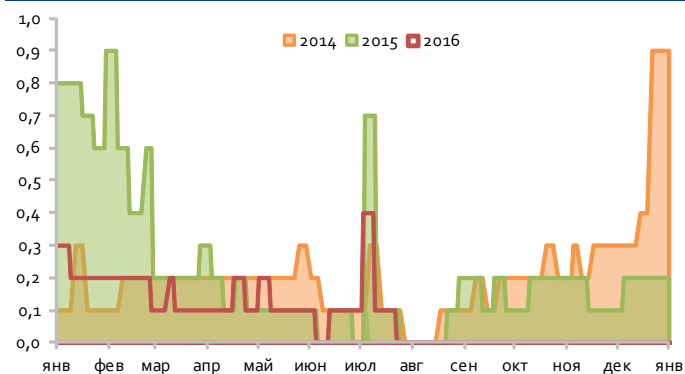
*Алексей Егоров*  
[egorovav@psbank.ru](mailto:egorovav@psbank.ru)

*Дмитрий Монастыршин*  
[Monastyrshin@psbank.ru](mailto:Monastyrshin@psbank.ru)

также отнес «благоприятные прогнозы на урожай, сдержанные потребительские настроения».

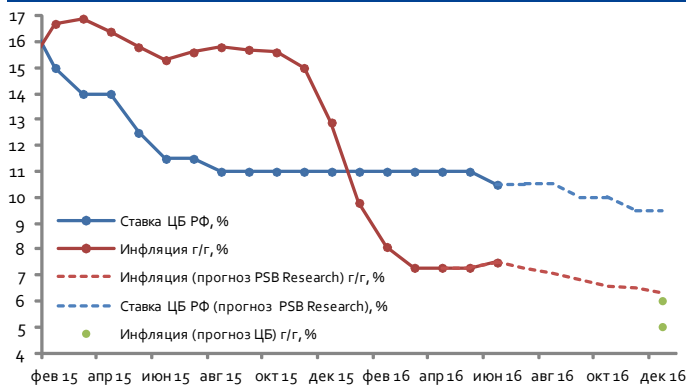
В то же время ЦБ отметил, что «некоторое ускорение сезонно сглаженного месячного роста цен в июне говорит о сохранении инфляционных рисков, которые необходимо учитывать при проведении денежно-кредитной политики».

**Динамика недельной инфляции**



Источник: Bloomberg, PSB Research

**Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция**



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

**Ежемесячные значения по инфляции: июнь**



Источник: Росстат, PSB Research

**Ежемесячные значения по инфляции: июль**

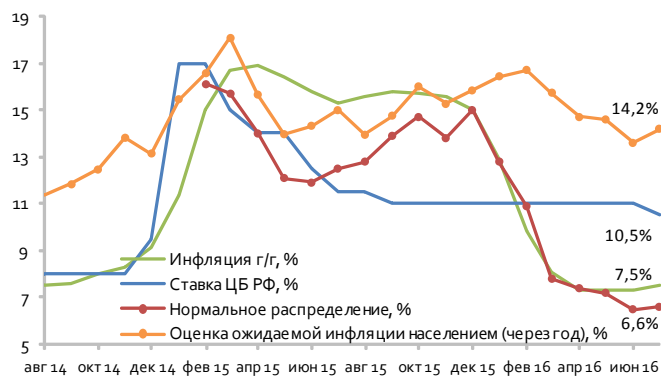


Источник: Росстат, PSB Research

По оценкам Банка России, июньские инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев стабилизировались. Так, оценки с использованием нормального и равномерного распределений представлений о будущей инфляции составили 6,6% и 6,3% соответственно против 6,5% и 6,3% в мае. При этом медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед выросло в июне на 0,6 п.п. до 14,2%, но осталось «существенно ниже среднего значения за первую половину 2016 г.». В целом, ЦБ отмечает, что «инфляционные ожидания сохраняются на повышенном уровне».

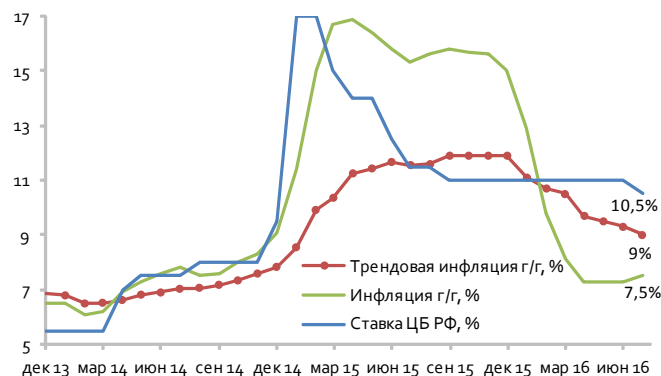
При этом качественные оценки инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев в июне практически не изменились. Незначительно снизилась доля респондентов, которые ожидают ускорения роста цен (с 14% до 13%) и его сохранения на текущем уровне (с 53% до 51%). Однако распределение ответов все еще остаются негативнее, чем год назад. Ожидания респондентов относительно инфляции в следующем месяце также не претерпели значительных изменений.

**Инфляционные ожидания населения**



Источник: Bloomberg, PSB Research

**Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция**



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Трендовая инфляция по итогам июня замедлилась до 9,0% по сравнению с 9,3% в мае и 9,5% в апреле, оставаясь пятый месяц подряд выше фактической инфляции. При этом комментарий экономистов ЦБ в пресс-релизе остался прежним: «риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 г. сохраняются. Трендовая инфляция все еще остается на высоком уровне и снижается медленно». Тем не менее, отмечается «снижение инфляционного давления», а «при сохранении текущих тенденций динамики цен и монетарных агрегатов» ожидается «дальнейшее постепенное снижение оценок трендовой инфляции».

Таким образом, стабилизация инфляционных ожиданий и замедление фактической инфляции к уровням марта-мая этого года, после ее ускорения в июне, скорее говорят за сохранение консервативной денежно-кредитной политики ЦБ. Для дальнейшего смягчения регулятор, вероятно, предпочтет дождаться перехода фактической инфляции к снижению, которое, по нашим оценкам, можно будет наблюдать уже в августе-сентябре, когда она достигнет 6,7%-7,1%, оставаясь в прогнозируемой траектории Банка России (инфляция в 2016 г. в базовом сценарии ЦБ замедлится до 5%-6%).

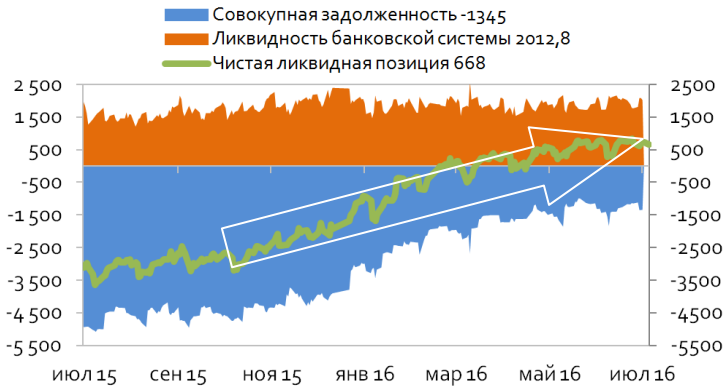
**Несбалансированность бюджета – продолжает формировать риск для ДКП ЦБР**

Приток ликвидности в банковскую систему на фоне дефицита бюджета сохраняется. Согласно представленным данным Минфина об исполнении федерального бюджета за 6 месяцев доходная часть исполнена всего на 42,7%. При этом можно отметить, что исполнение по нефтегазовым доходам составляет всего 34,9%, что обусловлено низкой рублевой стоимостью нефти в первом квартале. За первое полугодие накопленный дефицит бюджета составляет 1,5 трлн руб. При этом из резервного фонда в апреле и мае было заимствовано по 390 млрд руб.

Де-факто поступление бюджетных ресурсов в банковскую систему позволило довольно сильно сократить задолженность перед ЦБ и Минфином. При этом Банк России с целью предотвращения дальнейшего роста чистой ликвидной позиции был вынужден пойти на повышение отчислений в фонд обязательного резервирования.

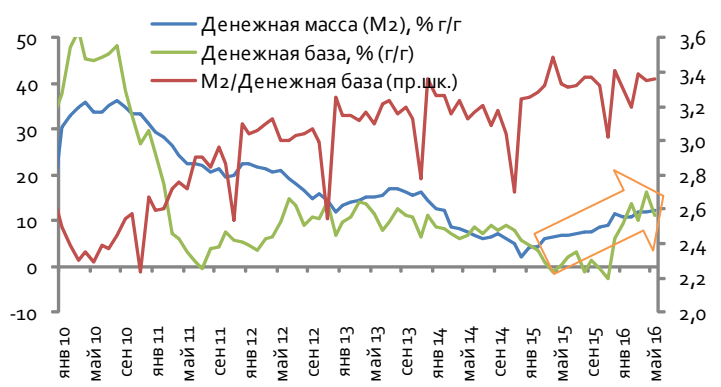
Можно так же отметить, что представитель Минфина сообщил, что уже в августе Минфин может вновь начать продавать валюту, в свою очередь объем бюджетных ресурсов в банковской системе продолжит нарастать. Отметим, что денежная база, а также денежная масса в подобных условиях продолжат демонстрировать рост прежними темпами на уровне 11%. Таким образом, это может стать дополнительным фактором в формировании рисков ускорения инфляции.

**Ликвидность банковской системы, млрд руб.**



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

**Изменение денежных агрегатов, % г/г**



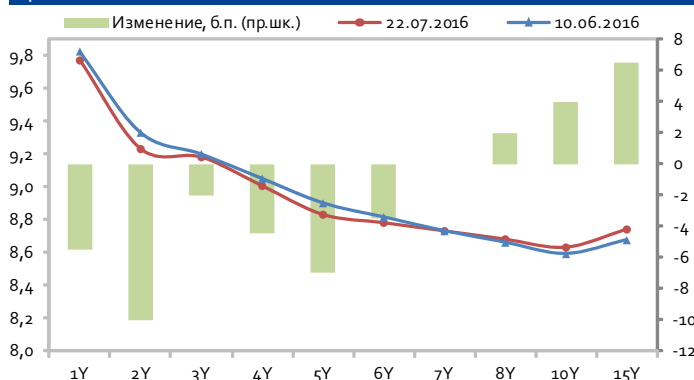
Источник: Bloomberg, PSB Research

**Наши ожидания и рекомендации**

С учетом имеющихся данных, мы полагаем, что регулятор воздержится от изменения действующей монетарной политики до появления более четких сигналов снижения инфляции. Кроме того, вопрос с фактором бюджетных ресурсов, который создает риски роста инфляции также пока остается открытым. При этом, мы сохраняем наши ожидания относительно того, что регулятор может пойти на снижение ключевой ставки до конца года до уровня 9,5%.

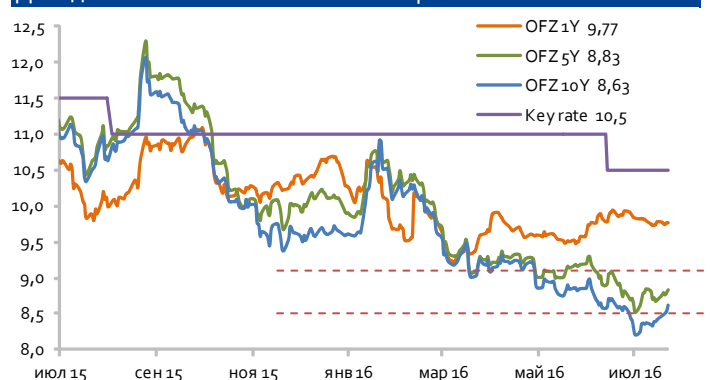
ОФЗ в доходности на среднесрочном участке и в длине закрепились в широком диапазоне 8,5%-8,9% годовых после период активного снижения в июне, когда они ушли ниже отметки в 9% годовых на усилившихся ожидания снижения ключевой ставки ЦБ. В настоящий момент мы не видим оснований для выхода доходностей ОФЗ из диапазона 8,5%-9,0% годовых, в то время как замедление инфляции до 6% и потенциальное снижение ключевой ставки до конца года к значению 9,5% вполне может стать поводом для снижения доходности ОФЗ во 2-м полугодии к отметке 8% годовых и возможно ниже. В целом, мы не ждем, что сохранение ставки Банком России на текущем уровне сможет оказать серьезное воздействие на рынок госбумаг, поскольку основные покупки осуществляются банками за счет клиентских средств, стоимость привлечения которых ниже ключевой ставки.

**Кривая ОФЗ**



Источник: Bloomberg, PSB Research

**Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР**



Источник: Bloomberg, PSB Research

Локальный валютный рынок вряд ли отреагирует на решение Банка России, так как на рубль в текущий момент в большей степени оказывают влияние тенденции на сырьевых площадках. При сохранении существующего тренда цены на нефть могут опуститься до уровня 42-43 долл. за барр., что открывает для рубля перспективы по ослаблению позиций до отметки 67-68 руб. за доллар.

**ПАО «Промсвязьбанк»****PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

**АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ****Дмитрий Монастыршин**

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

**Алексей Егоров**

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

**Александр Полюттов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

**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 Сibaев****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, Equites, 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****Центр экспертизы для корпоративных клиентов****Александр Борисов****Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные**

+7 (495) 228-39-22

**Дмитрий Божьев****продукты****Виктория Давитиашвили****Владислав Риман****Олег Рабец****Конверсионные и валютные форвардные операции**

+7 (495) 733-96-28

**Александр Ленточников****Игорь Федосенко****Брокерское обслуживание**

+7 (495) 705-97-69

**Виталий Туруло**

+7(495) 411-51-39

© 2015 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.