

Заседание Банка России: предпосылки для изменения статус-кво отсутствуют

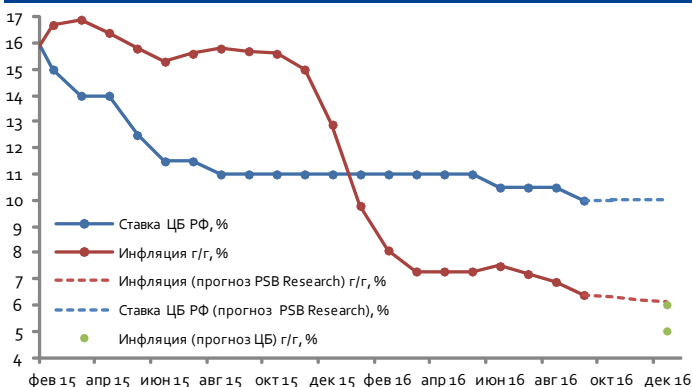
Полагаем, что на заседании 28 октября Банк России сохранит ключевую ставку на уровне 10% годовых после ее снижения на 50 б.п. 16 сентября. На это, в первую очередь, указывают комментарии самого регулятора о необходимости поддержания достигнутого уровня ключевой ставки до конца 2016 г. На наш взгляд, инфляция замедляется недостаточно быстрыми темпами для пересмотра позиции ЦБ. Кроме того, смягчению ДКП препятствуют риски ослабления рубля, а также наблюдаемое восстановление на рынке труда, ведущее к росту доходов населения. Ожидаем, что следующее снижение ключевой ставки, скорее всего, произойдет на «опорном» заседании в марте 2017 г. и составит 50 б.п.

Роман Насонов
NasonovRS@psbank.ru

Инфляция и инфляционные ожидания снижаются недостаточно быстро

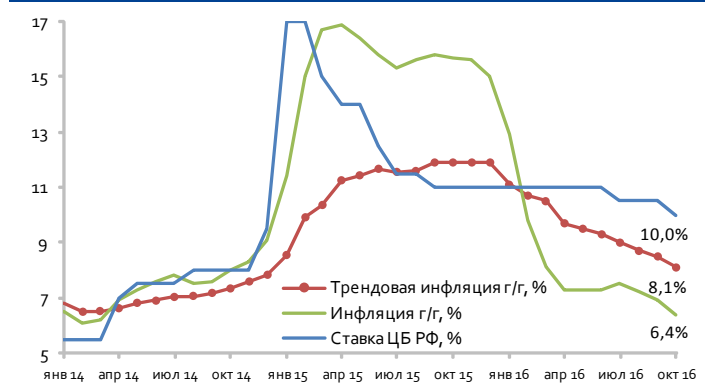
В пресс-релизе по итогам заседания от 16 сентября Банк России выразил намерение поддерживать ключевую ставку на уровне 10% до конца 2016 г. для закрепления тенденции к устойчивому снижению инфляции. Пока что говорить о ее ослаблении не приходится, и годовая инфляция остается на нисходящей траектории. По данным Росстата, рост цен по итогам сентября составил 0,2% после нулевой динамики в августе. Таким образом, на фоне высокой базы инфляции в сентябре 2015 г. (0,6%) в годовом выражении она снизилась на 0,5 п.п. до 6,4% с 6,9% в августе. Благоприятная динамика объясняется, прежде всего, хорошим урожаем. Сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию в среднем на 5,4% привело к удешевлению продовольственных товаров на 0,1% (в сентябре 2015 г. они подорожали на 0,4%). Базовый ИПЦ, исключая сезонную компоненту, также снизился – до 100,5% против 100,8% в сентябре 2015 г. и составил 106,7% в годовом выражении. Ослабление инфляционного давления отражает и трендовая инфляция, опустившаяся в сентябре до уровня 8,1% с 8,5% в августе.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



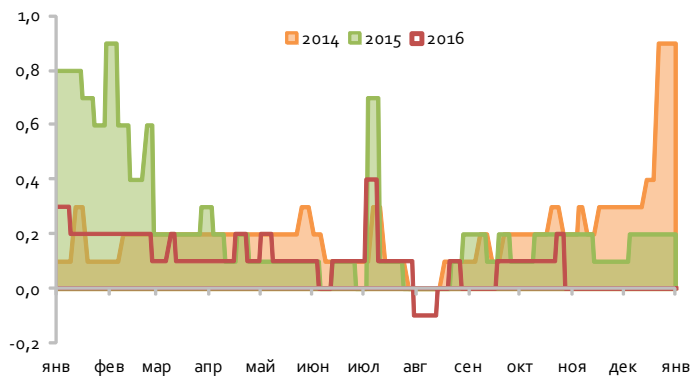
Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

В то же время в сентябрьском бюллетене ЦБ «О чем говорят тренды» отмечается, что произошедшее замедление темпов роста цен пока недостаточно для уверенного достижения цели 4% в 2017 г. Неоднозначную динамику демонстрируют и инфляционные ожидания населения. Оценки представлений о будущей инфляции с использованием нормального и равномерного распределений в сентябре составили 6,0% и 5,9% соответственно, против 6,4% и 6,3% в августе. Также улучшились качественные

оценки, в частности, на 3 п.п. до 18% сократилась доля респондентов, которые ожидают ускорения инфляции и на 5 п.п. до 56% выросла доля тех, кто считает, что она останется неизменной. Вместе с тем, медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед возросло на 1,6 п.п. до 14,2% и вернулось к среднему значению 2 кв. 2016 г. после резкого снижения в августе. Подобные расхождения указывают на сохраняющуюся неустойчивость в динамике ожиданий населения, что побудит ЦБ занять выжидательную позицию на предстоящем заседании.

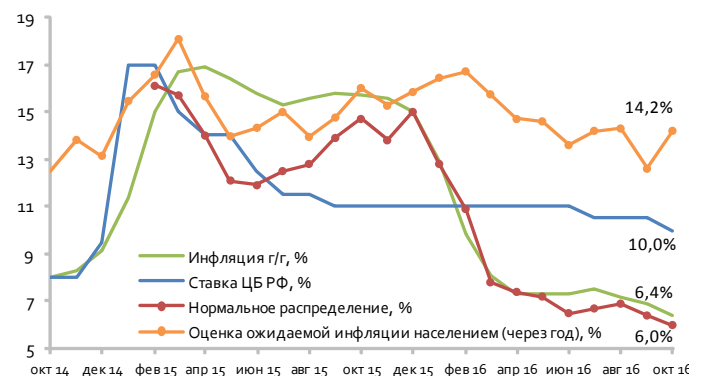
Не добавляет оптимизма и последняя статистика по недельной инфляции: за период с 18 по 24 октября потребительские цены выросли на 0,2%, после роста на 0,1% в предыдущие 5 недель. В годовом выражении инфляция осталась на уровне 6,2%, что лишь на 0,2 п.п. ниже сентябрьского значения.

Динамика недельной инфляции



Источник: Bloomberg, PSB Research

Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

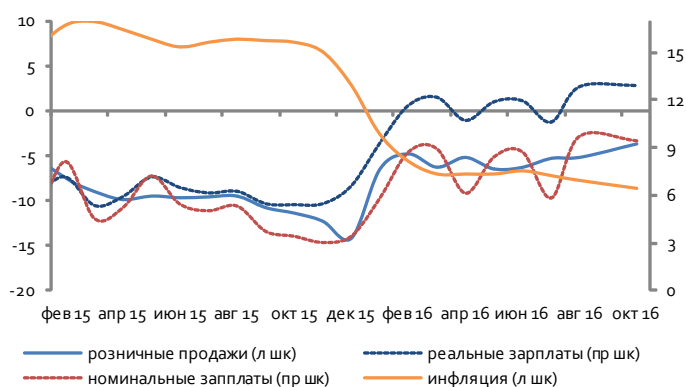
Также обращаем внимание на то, что согласно позиции регулятора, ключевая ставка должна не просто двигаться за фактической инфляцией, а обеспечивать достижение цели в 4% на конец 2017 г. Для этого в ближайшие месяцы необходимо будет удерживать реальные ставки на уровне выше обозначенного Э. Набиулиной долгосрочного ориентира 2,5-3%.

Восстановление экономики усиливает инфляционные риски

Пересмотру позиции ЦБ не способствуют и другие экономические показатели. По предварительным данным, ВВП РФ в 3 кв. вырос на 0,1% с учетом снятия сезонности, а спад в годовом выражении замедлился до 0,5% с 0,6% за 2 кв. При этом безработица по итогам сентября осталась на уровне 5,2%, что является минимальным значением с октября 2014 г. О продолжающемся улучшении ситуации на рынке труда и в экономике свидетельствуют также изменения в структуре безработицы (увеличивается доля тех, кто уволился по собственному желанию) и рост занятости в неформальном секторе (оценка ЦБ). Высокий уровень занятости по-прежнему указывает на структурный характер текущей рецессии, что не позволяет эффективно использовать монетарные методы для ее преодоления.

Кроме того, ЦБ отмечает, что растущая потребность в кадрах при пониженном уровне безработицы несет в себе инфляционные риски. Опасения регулятора подтверждает последняя статистика по реальным зарплатам от Росстата. Их динамика в августе в годовом выражении была пересмотрена с «-1%» до «+2,7%», а по итогам сентября реальные зарплаты выросли на 2,8% г/г. Реальные располагаемые денежные доходы населения в сентябре продемонстрировали еще более сильное изменение: в годовом выражении их снижение замедлилось до 2,8% после падения на 8,2% в августе. В то же время столь же быстрого восстановления розничных продаж не происходит: их спад в годовом выражении сократился до 3,6% с 5,1% в августе, что создает риски реализации отложенного спроса в будущем.

Розничные продажи и доходы населения, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ранее Э. Набиуллина также отмечала, что у потребителей появилась некоторая уверенность, которая может транслироваться в рост розничного кредитования. По мнению главы ЦБ, в данных условиях необходимо сохранять ставки высокими, чтобы темпы роста потребления не превышали уровень, необходимый для достижения целей по инфляции.

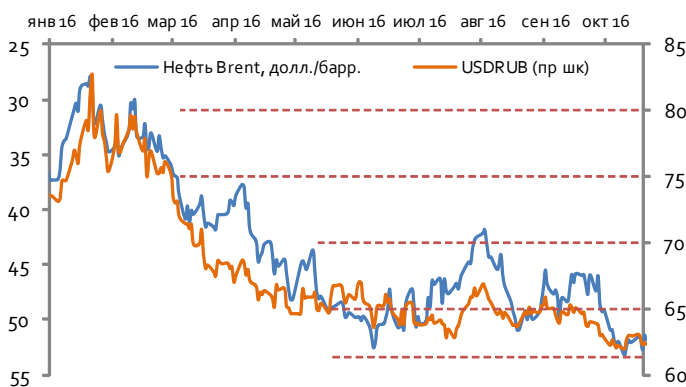
Позиции рубля не выглядят прочными в условиях роста бюджетного дефицита

Еще одним значимым для регулятора фактором, способным негативно повлиять на динамику инфляции, является изменение курса рубля. С момента завершения прошлого заседания ЦБ рубль укрепился к доллару более чем на 5% до 62 руб. за долл., что усиливает риски его ослабления в будущем. Во-первых, давление на курс будет оказывать рост бюджетного дефицита, который согласно последним прогнозам Минфина превысит 3 трлн руб. в 2016 г. и сократится лишь до 2,7 трлн руб. в 2017 г. и 2 трлн руб. в 2018 г. Из этого следует, что ликвидные средства в Резервном фонде и ФНБ могут закончиться уже через 2-2,5 года. Удлинить эти сроки может девальвация рубля, поскольку основу фондов составляют валютные активы.

Во-вторых, в декабре пройдут крупные выплаты по внешнему долгу в размере 16,7 млрд долл., из которых 16 млрд долл. приходится на выплаты без учета внутригрупповых платежей, согласно оценкам внешних выплат ЦБ по 30 крупнейшим компаниям заемщикам. Для сравнения, общий объем выплат в октябре с учетом процентов оценивается на уровне 6 млрд долл, в ноябре – 8 млрд долл.

В третьих, нельзя исключать падения нефтяных цен, которые сейчас удерживаются в диапазоне 50-52 долл. за барр., что недалеко от максимумов года. Последние данные о росте буровой активности в США и заявления Ирана и Ирака о неучастии в планируемом ОПЕК соглашении по снижению добычи не способствуют сохранению оптимизма на сырьевых площадках.

Рубль и цены на нефть



Источник: Bloomberg, PSB Research

В четвертых, к ослаблению рубля по отношению к доллару может привести поднятие ставок со стороны ФРС, рыночная вероятность которого по итогам декабрьского заседания в последнее время активно растет и на данный момент оценивается на уровне 72,5%.

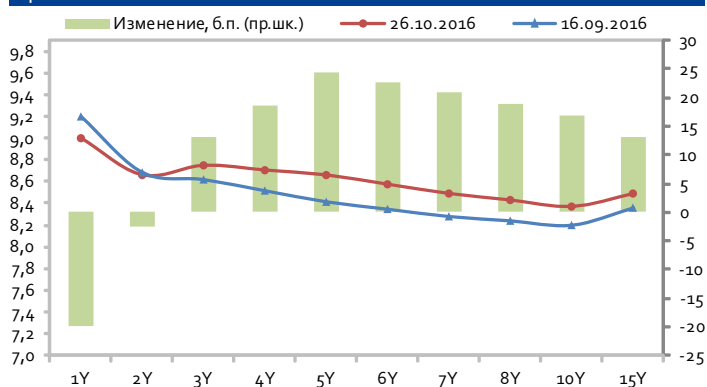
Среди внешних рисков, сдерживающих темпы смягчения ДКП, Э. Набиуллина также выделила возможное замедление экономики Китая, в случае которого вероятно снижение цен на товары российского экспорта, что опять же негативно отразится на валютном курсе.

Наши ожидания и рекомендации

С учетом обозначенных рисков, мы не ожидаем изменения ключевой ставки на заседании ЦБ 28 октября. Мы также полагаем, что комментарий о необходимости поддержания достигнутого уровня ключевой ставки до конца 2016 г. с возможностью ее снижения в 1-2 кв. 2017 г. останется в итоговом пресс-релизе. Наш прогноз по ставке на конец года остается на уровне 10% годовых. Вероятнее всего, ее следующее снижение может произойти в 1 кв. 2017 г. на «опорном» заседании 24 марта и составит 50 б.п.

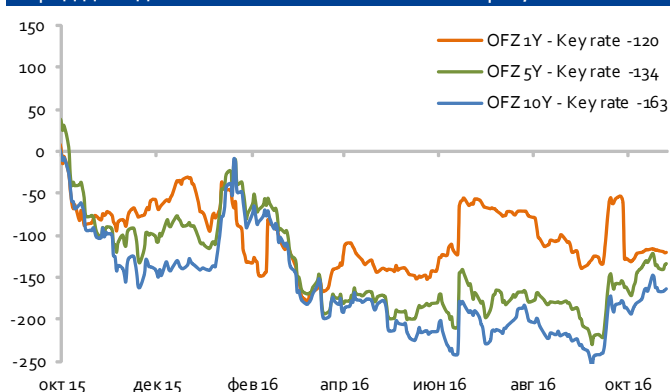
Как мы и ожидали (см. обзор [«Решение ЦБ РФ: смягчить ДКП сейчас, но сохранить ее жесткой в ближайшем будущем»](#)), озвученное регулятором намерение сохранить ключевую ставку на уровне 10% до конца года оказало давление на рынок ОФЗ. С момента прошлого заседания доходности среднесрочных и долгосрочных выпусков подросли на 15-25 б.п. до 8,3-8,8%, а дисконты к ключевой ставке сократились со 140-180 до 120-170 б.п. Отметим, что сужения спредов доходностей ОФЗ к ключевой ставке в последнюю неделю не происходит, что указывает на отсутствие ожиданий по изменению ДКП на предстоящем заседании ЦБ у участников рынка.

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

На наш взгляд, долговой и валютный рынки не отреагируют на решение ЦБ оставить монетарную политику неизменной при отсутствии смягчения риторики. Умеренного роста котировок ОФЗ и укрепления рубля можно ожидать в случае внесения изменений в итоговый пресс-релиз, сигнализирующих о готовности ЦБ возобновить снижение ключевой ставки раньше 1-2 кв. 2017г. Впрочем, вероятность данного сценария, по нашему мнению, не превышает 10%. Ожидаем, что рынок ОФЗ вернется к росту ближе к концу года, когда перспективы снижения ставок будут не столь отдаленными.

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, 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		
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.