

Заседание Банка России 3 февраля 2017г.: ждем смягчения риторики

Полагаем, что по итогам предстоящего заседания Банк России вновь сохранит ключевую ставку на уровне 10% годовых, взяв паузу до подтверждения тренда на дальнейшее снижение инфляционных ожиданий населения.

В то же время хорошая динамика данного индикатора в декабре и замедление годовой инфляции до 5,3% в январе позволяют ЦБ смягчить риторику в сопроводительном пресс-релизе, указав на возможность снижения ключевой ставки на одном из ближайших заседаний.

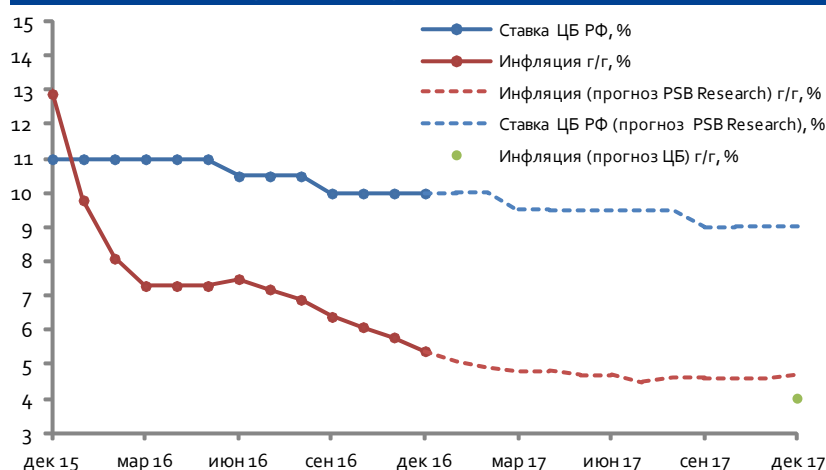
Мы по-прежнему считаем, что при отсутствии внешних шоков снижение ключевой ставки на 50 б.п. произойдет на «опорном» заседании 24 марта.

Роман Насонов
NasonovRS@psbank.ru

Тренд на снижение темпов инфляции остается в силе

С момента прошлого заседания ЦБ, состоявшегося 16 декабря, годовые темпы инфляции сократились с 5,6% до 5,3% (по итогам недели с 17 по 23 января). Отметим, что снижение темпов роста цен до 5,4% по итогам 2016 г. соответствовало нижней границе прогноза Банка России (5,4-5,8%) и стало позитивным сюрпризом для большинства экономистов.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция

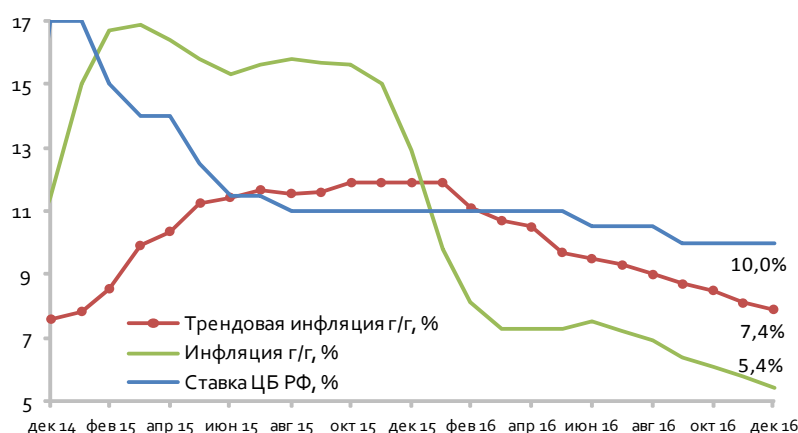


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Однако переоценивать вышедшие данные все же не стоит. Основной вклад в дезинфляцию по-прежнему вносят наиболее волатильная группа продовольственных товаров, подорожавших в декабре лишь на 4,6% г/г. после 5,2% в ноябре и 5,7% в октябре. Сомневаться в устойчивости ценовой динамики дает повод и благоприятная конъюнктура на валютном рынке: в декабре рубль укрепился по отношению к американской валюте на значительные 5,5% до 60,5 руб. за долл.

Тем не менее, базовый ИПЦ также снизился в декабре, хотя и на более скромную величину, чем традиционный показатель инфляции. По сравнению с ноябрем он сократился на 0,2 п.п. до 106,0% против сокращения CPI на 0,4 п.п. до 5,4%. Теми же темпами снизилась оценка годовых темпов трендовой инфляции, публикуемая на сайте ЦБ. Расчетный показатель за декабрь опустился до уровня 7,4% с 7,6% в ноябре, отражая дальнейшее ослабление инфляционного давления.

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Полагаем, что к концу 1 квартала темпы инфляции могут замедлиться до уровня 4,8%-5% за счет высокой базы первых месяцев прошлого года, а инфляционные риски сейчас невысоки. В условиях высоких реальных процентных ставок население по-прежнему предпочитает придерживаться сберегательной модели поведения. Так, реальные располагаемые денежные доходы населения РФ в декабре 2016 г. упали на 6,1% г/г после снижения на 6% в ноябре, в то время как розничные продажи ускорили падение в годовом выражении до 5,9% против ноябрьских 4,1%. Бюджетная политика пока также остается консервативной, сверхплановые нефтегазовые доходы планируется направлять на пополнение резервных фондов, а не на увеличение расходов. Сократились и риски роста инфляции за счет издержек: в частности, повышение тарифов системы «Платон» с нынешних 1,53 руб. за км пути до 2,61 руб. было решено перенести с 1 февраля на более поздний срок.

Инфляционные ожидания выходят на первый план

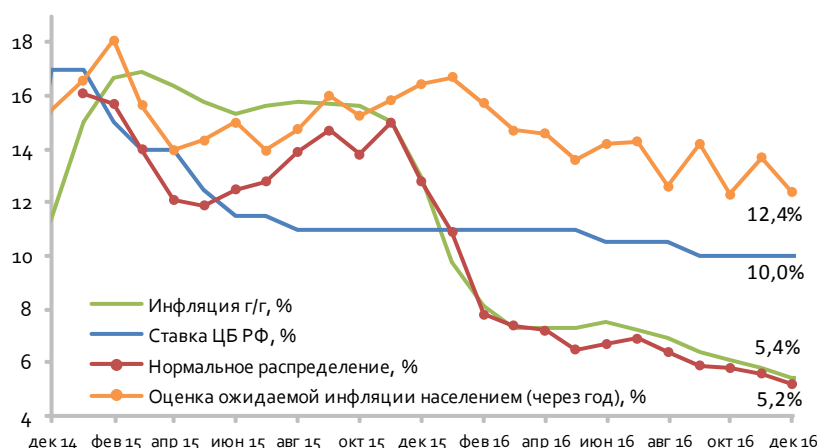
В своем последнем обзоре «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения» представители регулятора подчеркивают, что «инерционность инфляционных ожиданий является одной из причин проводимой Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики». Мы считаем, что в условиях снижения фактических темпов инфляции до гораздо более низких по сравнению с ключевой ставкой уровней инфляционные ожидания выходят на первый план с точки зрения влияния на проводимую ДКП.

Инфляционные ожидания участников рынка заметно снизились с момента прошлого заседания ЦБ, отреагировав на оказавшуюся лучше прогнозов декабрьскую статистику. Исходя из доходностей ОФЗ, средний уровень ожидаемой на 7-летнем горизонте инфляции опустился с 5,4% до 5%, но пока остается выше целевого показателя Банка России в 4%.

Данные за январь по инфляционным ожиданиям населения еще не были опубликованы, но декабрьские вышли в позитивном ключе. Оценки ЦБ относительно ожидаемой инфляции в следующем году с использованием нормального и равномерного распределений представлений о будущей инфляции составили по 5,2% (против 5,6% и 5,5% в ноябре). А медианное значение ожидаемой инфляции на следующие 12 месяцев по опросам населения снизилось на 1,3 п.п. до 12,4% после роста на 1,4 п.п. в ноябре.

Однако об устойчивой тенденции к снижению ожиданий говорить пока рано, и в целом за последние полгода инфляционные ожидания демонстрируют значительную инерционность. По мнению аналитиков ЦБ, негативное влияние на них оказывают высокие темпы роста цен на отдельные виды продовольствия (в первую очередь, на молочную продукцию), связанные с неблагоприятной конъюнктурой мировых рынков.

Инфляционные ожидания населения



Источник: Bloomberg, PSB Research

Полагаем, что высокий уровень инфляционных ожиданий населения во многом связан с завышенной оценочной величиной фактической инфляции, и с этой точки зрения последние данные опросов вселяют оптимизм. Оценка населением наблюдаемой за год инфляции в декабре снизилась на 2,4 п.п. до 14,8%, достигнув минимального значения с начала 2015 г., а доля респондентов, считающих, что за последний год цены выросли более чем на 50%, снизилась на 1,8 п.п. до 3,2% и достигла минимального значения за последние два года. Считаем, что низкий показатель инфляции по итогам 2016 г. должен внести свой положительный вклад в восприятие ее уровня населением, и инфляционные ожидания в ближайшие месяцы будут снижаться, что позволит ЦБ возобновить цикл смягчения ДКП.

Валютные интервенции не станут помехой для проводимой ДКП

Важной для финансового сообщества новостью прошедшей недели стало решение Минфина приступить к покупке валюты в целях пополнения резервных фондов начиная с февраля 2017 г. Интервенции будут осуществляться, пока фактическая цена на нефть Urals превышает 40 долл. за баррель, операции будет проводить ЦБ РФ. По нашим оценкам, ежедневный объем покупок в ближайшие месяцы будет составлять 70-100 млн долл., что не должно оказать существенного влияния на ситуацию с ликвидностью и курс рубля. Подробности см. в [специальном обзоре валютного рынка от 27.01.2017 г.](#)

По нашему мнению, из-за ограниченности масштабов интервенций их влияние на ДКП ЦБ будет незначительным, что уже подтвердил и сам регулятор. В его заявлении подчеркивается, что «проведение Минфином операций на валютном рынке не препятствует достижению цели по инфляции 4% к концу 2017 г.» и «подходы Банка России к проведению денежно-кредитной политики в условиях применения механизма бюджетных правил остаются без изменений».

Наши прогнозы и рекомендации

Несмотря на благоприятную динамику инфляции и инфляционных ожиданий, мы считаем, что ЦБ РФ сохранит последовательный подход к проводимой ДКП и не будет снижать ключевую ставку в эту пятницу. Напомним, что на состоявшейся после прошлого заседания ЦБ пресс-конференции Э.Набиуллина заявила, что снижение ключевой ставки вероятнее во втором квартале, чем в первом. Таким образом, гораздо более логичным исходом предстоящего заседания будет подготовительное смягчение риторики со стороны ЦБ, которое в том числе может произойти в виде указания на его «готовность перейти к постепенному снижению ключевой ставки на одном из ближайших заседаний».

Мы по-прежнему ожидаем, что при отсутствии внешних шоков следующее снижение ключевой ставки на 50 б.п. произойдет в 1 кв. 2017 г. на «опорном» заседании 24

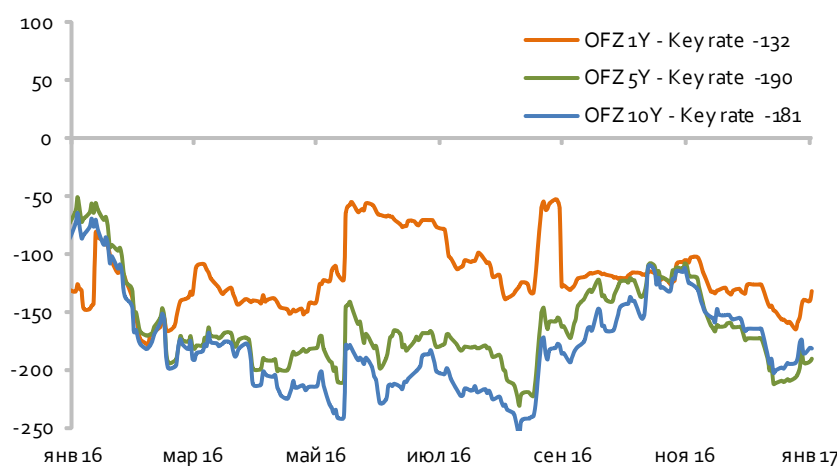
марта. Единственным, на наш взгляд, препятствием для этого могут стать слабые данные опросов по инфляционным ожиданиям населения в январе-феврале. В случае, если медианное значение ожидаемой населением инфляции на следующие 12 месяцев будет сохраняться вблизи текущих уровней, то смягчение ДКП будет отложено до 2 квартала, но вероятность такого сценария мы оцениваем как низкую.

Долговой рынок

За прошедшие с прошлого заседания ЦБ 1,5 месяца доходности ОФЗ с дюрацией от года опустились на 20-25 б.п. до 8,1-8,5%. При этом доходности UST-10 упали лишь на 10 б.п. до 2,5%, а цена на нефть Brent осталась на уровне 55 долл. за барр. Исходя из этого мы считаем, что позитивная статистика по инфляции и инфляционным ожиданиям внесла весомый вклад в рост котировок рублевых бондов.

Тем не менее, инвесторы пока не ориентируются на смягчение ДКП 3 февраля, о чем можно судить по размеру дисконтов доходностей ОФЗ к ключевой ставке. Сейчас они находятся в диапазоне 160-200 б.п., что на 40-50 б.п. меньше сентябрьских уровней, предшествовавших последнему снижению ключевой ставки (210-235 б.п.).

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

Полагаем, что смягчение риторики ЦБ будет способствовать росту ожиданий участников рынка относительно снижения ставки в марте, а значит и умеренному росту котировок рублевых гособлигаций. Сохранение же прежних ориентиров ДКП станет для них небольшим разочарованием, которое может привести к увеличению доходностей ОФЗ на 5-7 б.п. вдоль всей кривой. Пока что мы не меняем оптимистичного взгляда на рынок и ожидаем снижения доходностей выпусков с дюрацией от года к концу 1 кв. до 7,7-8,1%.

Валютный рынок

За последние 1,5 месяца отечественная валюта укрепилась на 3% до 60 руб. за долл. при стабильных нефтяных ценах. Считаем, что сильная курсовая динамика объясняется, в первую очередь, хорошим спросом на рублевые активы со стороны нерезидентов. По данным ЦБ (декабрьский обзор «Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки»), нетто-объем их покупок ОФЗ на первичном и вторичном рынках в декабре составил 74,4 млрд руб., что более чем в 3 раза превысило отток средств в предыдущие два месяца.

На наш взгляд, итоги заседания ЦБ РФ не должны оказать значительного влияния на курс российской валюты. Большее значение для динамики рубля в текущих условиях имеют внешние условия (динамика нефтяного рынка и изменения глобального аппетита к риску), по сравнению с внутренними (монетарная политика ЦБ, действия Минфина и ЦБ по покупке иностранной валюты). Однако локальная поддержка для рубля возможна в случае притока иностранных инвесторов на российский долговой рынок, если ЦБ смягчит свою риторику.

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

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 Полютков 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

Михаил Поддубский PoddubskiyMM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69
Ведущий аналитик

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов	Операции на финансовых рынках	
Руслан Сибает	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
Александр Аверочкин		+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-27
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 форвардные валютные операции	+7 (495) 733-96-28
Игорь Федосенко	Брокерское обслуживание	+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.