



ЗАСЕДАНИЕ БАНКА РОССИИ: КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА СДЕРЖИВАЕТСЯ БЮДЖЕТОМ

В условиях относительного снижения волатильности на финансовых и товарных рынках активизировалась затянувшаяся с августа дискуссия о возможности понижения Банком России ключевой ставки.

Мы ожидаем, что в ходе предстоящего 29 апреля заседания Банк России вновь сохранит ключевую ставку на уровне 11% и продолжит последовательный курс на борьбу с инфляцией.

Основными аргументами в пользу данного решения могут являться инфляционные риски, в том числе в связи с неопределенностью параметров бюджета на 2016 год и ожидаемым структурным профицитом ликвидности, а также сохранение нестабильности на финансовых и товарных рынках. В последнее время Банк России формулирует достаточно четкие сигналы для рынка, которые ориентируют на сохранение умеренно жесткой монетарной политики.

При этом мы полагаем, что большой интерес все также представляет пресс-релиз, и не исключаем сохранения прежней риторики в связи с отсрочкой внесения поправок в бюджет до осени.

Мы сохраняем наш прогноз о возобновлении смягчения денежно-кредитной политики в 3К16, что соответствует нашему обновленному базовому сценарию (см. наш отчет [«Обновление ключевых макропрогнозов на 2016 г.: инфляция снижается, но неопределенность остается»](#) от 20.04.2016).

Диаграмма 1. Количественные индикаторы принятия решения Банком России по ключевой ставке в апреле 2016 года

Факторы оценки инфляционных рисков

ДАТА ЗАСЕДАНИЯ	НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ	ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ, ГГ	РЕАЛЬНЫЕ РАСПОЛАГАЕМЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ДОХОДЫ, ГГ	РОЗНИЧНЫЕ ПРОДАЖИ, ГГ	ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ
18.03.2016*	0,13%	8,0%	-4,5%	-4,3%	15,7%
29.04.2016**	0,16%	7,3%	-1,8%	-5,8%	14,7%
ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ НА СМЯГЧЕНИЕ ДКП	НЕГАТИВНО	ПОЗИТИВНО	ПОЗИТИВНО	ПОЗИТИВНО	ПОЗИТИВНО

Общэкономические факторы

ДАТА ЗАСЕДАНИЯ	ВОЛАТИЛЬНОСТЬ РУБЛЯ/КУРС ДОЛЛАРА США, %/ РУБ./ДОЛЛ.	ВЕРОЯТНОСТЬ ПОВЫШЕНИЯ СТАВКИ ФРС США НА БЛИЖАЙШЕМ ЗАСЕДАНИИ	ВОЛАТИЛЬНОСТЬ/ ЦЕНА НА НЕФТЬ МАРКИ BRENT, %/ДОЛЛ./БАРР	ВВП, ГГ	БЕЗРАБОТИЦА
18.03.2016*	26,0%/68,2	4,0%	62,8%/41,2	-3,7%	5,8%
29.04.2016**	23,5%/66,4	0,0%	40,6%/45,1	-3,7%	5,9%
ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ НА СМЯГЧЕНИЕ ДКП	НЕЙТРАЛЬНО	НЕЙТРАЛЬНО	ПОЗИТИВНО	НЕЙТРАЛЬНО	НЕЙТРАЛЬНО

*Представлены данные, которые были опубликованы на момент принятия решения Банком России

** Представлены данные на дату выпуска отчета (26.04.2016)

■ В пользу снижения ключевой ставки ■ Против снижения ключевой ставки ■ Нейтрально

Источник: Банк России, Росстат, Bloomberg, Газпромбанк

Гульнара Хайдаршина, к.э.н.

+7 (495) 983 17 25

Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru

Смотрите также:

- ▶ [Заседание Банка России по ключевой ставке: рынку интересен пресс-релиз](#)
- ▶ [Дефицит бюджета и цена на нефть: чего ожидать участникам рынка?](#)
- ▶ [Обновление ключевых макропрогнозов на 2016 г.: инфляция снижается, но неопределенность остается](#)

Сейчас мы наблюдаем дальнейшее снижение волатильности на валютном и товарном рынках (Диаграмма 1) по сравнению с мартовским заседанием, но сохраняем консервативное видение дальнейших действий Банка России в отношении ключевой ставки в апреле. Несмотря на выраженное замедление инфляции (7,3% г/г по состоянию на 18 апреля), в российской экономике сохраняется ряд рисков, наличие которых свидетельствует в пользу сохранения последовательной умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

Полагаем, что сохранению ключевой ставки на неизменном уровне (11%) на апрельском заседании будут способствовать следующие факторы:

► **Сохранение рисков ускорения инфляции в условиях неопределенности отдельных параметров бюджета и повышенных инфляционных ожиданий.**

По нашим оценкам, инфляция в годовом выражении на 18.04.2016 составила 7,3% и замедлилась по сравнению с мартовским заседанием на 0,7 п.п. Сейчас замедлению инфляции, в комплексе с умеренно жесткой денежно-кредитной политикой, способствует дальнейшее снижение внутреннего спроса (как потребительского спроса на товары с высокой эластичностью по цене, так и инвестиционного).

Вместе с тем в последнюю неделю наметилась тенденция к возобновлению ускорения недельной инфляции (преимущественно за счет продовольственной компоненты, которая характеризуется низкой эластичностью спроса по цене): 0,16% против 0,13% накануне мартовского заседания. Кроме того, до конца не реализовался эффект (незначительный, как мы отмечали ранее: +0,2-0,3 п.п. к инфляции) от повышения акцизов на бензин и нефтепродукты в силу временного лага порядка одного месяца, необходимого для переноса транспортных расходов на себестоимость и далее на розничные цены.

Если поправки в бюджет-2016 будут одобрены не ранее октября (после выборов в Госдуму, намеченных на 18 сентября), неопределенность финальных бюджетных параметров может обусловить дополнительные инфляционные риски. При этом мы полагаем, что Минфин сохранит консервативный подход к расходованию бюджетных средств в ожидании внесения поправок, и мы не ожидаем в связи с этим существенного давления на инфляционные риски.

О консервативности бюджетной политики свидетельствуют данные об исполнении бюджета за 1К16: дефицит составил 3,7% ВВП против 3,8% ВВП по итогам 1К15 и возрос лишь на 3,2% г/г в абсолютном выражении (713 млрд руб. против 692 млрд руб.), при этом средние цены на нефть за декабрь 2015 – февраль 2016¹ снизились на 39% г/г.

Мы полагаем, что возможное расходование средств Резервного фонда в апреле будет способствовать дальнейшему смягчению денежно-кредитных условий на фоне сохранения ключевой ставки на неизменном уровне. При этом стоит отметить, что структурный профицит ликвидности, который может сформироваться в 2-3К16, является относительно новым состоянием для российской банковской системы в нынешних реалиях, что также потребует от регулятора осторожности в проведении денежно-кредитной политики.

Инфляционные ожидания все еще являются достаточно высокими, но, тем не менее, характеризуются устойчивой тенденцией к снижению: по оценкам Банка России, ожидаемая инфляция в марте составила 14,7% г/г против 15,7% в феврале. Инфляционные ожидания являются значимым фактором при принятии решений по ключевой ставке.

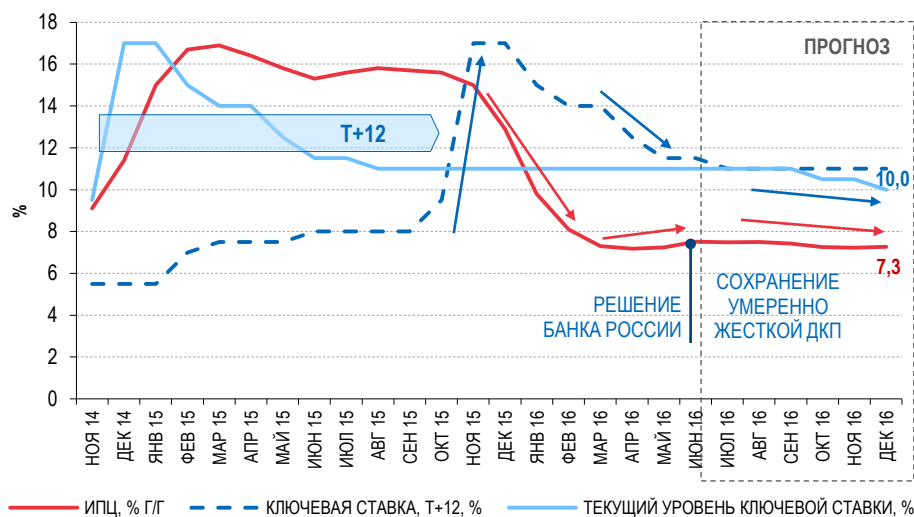
¹ Для расчета экспортных пошлин в бюджете цены на нефть берутся с лагом один месяц.



В соответствии с нашим обновленным базовым сценарием, инфляция к концу года замедлится до умеренных 7,3% г/г (см. наш отчет «[Обновление ключевых макропрогнозов на 2016г.: инфляция снижается, но неопределенность остается](#)») против 12,9% г/г на конец 2015 г., что позволит ЦБ РФ возобновить цикл смягчения денежно-кредитной политики при условии сохранения консервативного подхода к бюджетным расходам.

Учитывая, что, по оценкам Банка России, эффект от изменения ключевой ставки проявляется в среднем через год-полтора, можно сравнить текущее значение ИПЦ с ключевой ставкой, смещенной на 12 месяцев вперед (Диаграмма 2): для обеспечения устойчивого стабилизационного эффекта на инфляцию – как и в рамках мартовского заседания – предпочтительно сохранение паузы в смягчении денежно-кредитной политики.

Диаграмма 2. Сравнение ИПЦ и ключевой ставки со сдвигом на 12 месяцев



Источник: Банк России, Росстат, ИЭФ, Газпромбанк

► **Сохранение рисков девальвации рубля на фоне неопределенности на нефтяном рынке.**

Высокая корреляция курса «доллар/рубли» и цены на нефть марки Brent, пик которой был зафиксирован во второй половине марта (97% на 22.03.2016), сохраняется и стабилизировалась на уровне 96%.

С момента мартовского заседания Банка России цена на нефть марки Brent восстановилась на 9,5%, при этом ее волатильность снизилась с 62,8% на дату мартовского заседания до 40,6% на текущий момент (Диаграмма 3). Мы полагаем, что относительная стабилизация цен на нефть не приобрела устойчивый характер, и понижение ключевой ставки на основе достаточно короткой истории относительно позитивной динамики нефтяных котировок и их умеренной волатильности является преждевременным для последовательной денежно-кредитной политики.

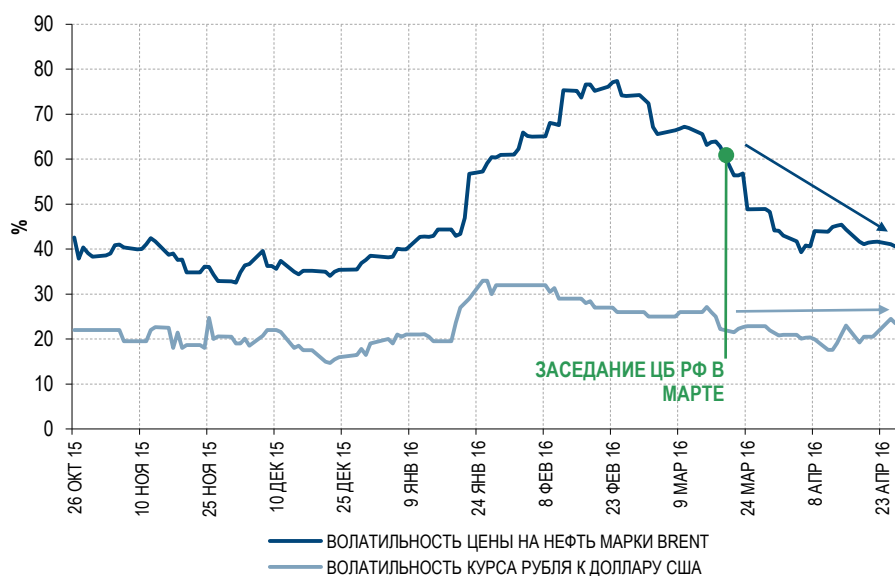
Волатильность курса рубля, в отличие от цен на нефть, сохранилась на отметке, близкой к уровню мартовского заседания: 23,5% против 26% по состоянию на 18 марта, когда Банк России сохранил ключевую ставку неизменной. При этом курс рубля умеренно возрос на 2,7% под воздействием восстановления цен на нефть и продаж валютной выручки экспортерами. Мы полагаем, что относительно позитивная конъюнктура курса рубля не приобрела устойчивость, и в подобной ситуации снижение ключевой ставки может способствовать ослаблению национальной валюты.



Отдельно следует отметить относительно слабые данные по сальдо счета текущих операций в 1К16, которое, по предварительной оценке Банка России, составило 11,7 млрд долл. и на 61% ниже уровня аналогичного периода предыдущего года (30 млрд долл.). При этом сезонно скорректированное сальдо счета текущих операций² за указанный период близко к нулю и составило порядка 0,2 млрд долл. против 17,8 млрд долл. в 1К15, что свидетельствует о сохранении повышенной чувствительности курса рубля к внешним шокам. В качестве позитивного фактора необходимо отметить резкое (на 88% г/г в 1К16) сокращение объемов вывоза капитала банками и предприятиями в связи со снижением выплат по внешнему долгу. По оценкам Банка России, объем чистых выплат по внешнему долгу банками и предприятиями в 2К16 и 3К16 также будет умеренным и составит 15,7 и 13,5 млрд долл. соответственно, что, на наш взгляд, не окажет существенного влияния на курс рубля.

Мы полагаем, что сохранение ставки на неизменном уровне позволит минимизировать возможные риски роста волатильности курса рубля после долгой паузы в смягчении денежно-кредитной политики на фоне сохранения неопределенности нефтяных цен.

Диаграмма 3. Волатильность цен на нефть марки Brent и курса рубля по отношению к доллару США



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

- **Сохранение выраженной тенденции к росту денежной массы в экономике**, которому способствует покрытие дефицита бюджета за счет Резервного фонда.

В 2015 году Минфин приступил к расходованию Резервного фонда с июля, в то время как в ходе исполнения бюджета текущего года изъятия из Резервного фонда планируются уже в 1П16 (по нашим оценкам – в апреле).

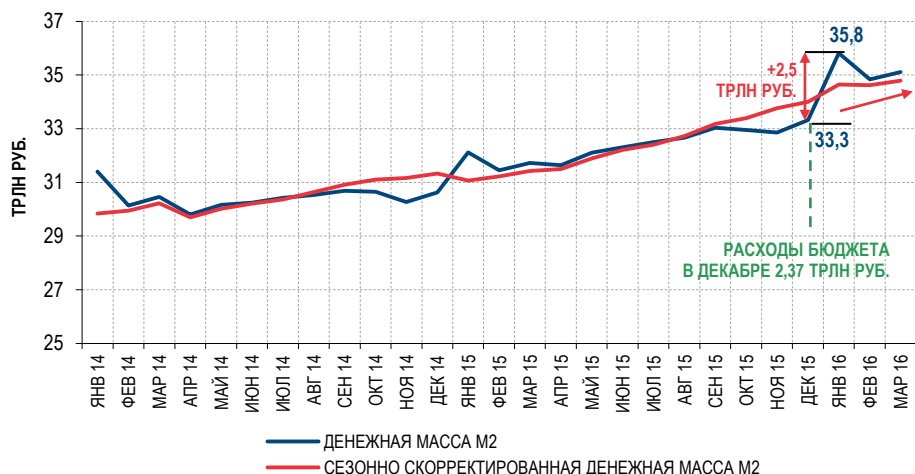
За последние 12 месяцев денежная масса возросла на 10,6% (Диаграмма 4), при этом наибольший прирост наблюдался в декабре 2015 года и составил 2,5 трлн руб. По данным исполнения бюджета, в декабре 2015 г. расходы федерального бюджета составили ~2,4 трлн руб. (при этом расходы Резервного фонда достигли ~711 млрд руб.) и являются сопоставимыми по объему с приростом денежной массы.

² Сезонная декомпозиция временного ряда сальдо текущих операций осуществлялась с использованием метода Х-12.



В апреле мы ожидаем дальнейшего умеренного роста денежной массы в случае финансирования дефицита бюджета из Резервного фонда (порядка 0,2-0,3 трлн руб., по нашим оценкам).

Диаграмма 4. Динамика денежной массы M2

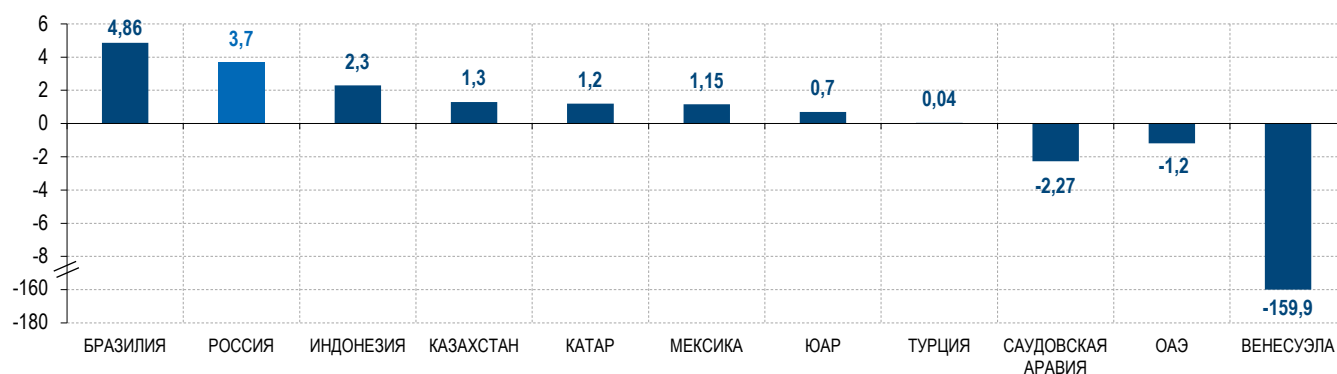


Источник: Банк России, Газпромбанк

Заседание ФРС США по ставке, намеченное на 27 апреля, мы рассматриваем как нейтральное событие для решения Банка России. В соответствии с данными Bloomberg, вероятность повышения ставки американским регулятором на ближайшем заседании равна нулю (против 4% в марте). Мы полагаем, что ФРС США сохранит сдержанную риторику относительно повышения ставки в перспективе и продолжит придерживаться последовательного подхода к нормализации денежно-кредитных условий, что является благоприятным внешним фактором для российской монетарной политики.

Если сравнивать спред между ставкой регулятора и текущим уровнем инфляции России и других стран-экспортеров нефти, а также ряда развивающихся стран, можно видеть, что в условиях сложившейся конъюнктуры он находится на умеренном уровне (Диаграмма 5). При реализации последовательной денежно-кредитной политики в соответствии с нашим прогнозом (Диаграмма 2) и в отсутствие внешних шоков возвращение российской экономики к отрицательным реальным ставкам мы считаем маловероятным, что является позитивным фактором для банковской системы и снижает риск оттока вкладов.

Диаграмма 5. Спред между ставкой и текущей инфляцией в странах-экспортерах нефти и на развивающихся рынках



Источник: Банк России, Газпромбанк, Bloomberg, регуляторы стран-экспортеров нефти

**ГАЗПРОМБАНК**

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. Офис: ул. Коровий вал, 7

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 23 75****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 983 41 82****ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ****+7 (495) 988 24 10****ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ****+7 (499) 271 91 04****Copyright © 2003 – 2016. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены**

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.