

21 марта 2017 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист
(+7 495) 795-3677

Ключевая ставка ЦБ

Будет ли ЦБ противостоять давлению?

Заседание 24 марта должно стать важным событием: Предстоящее заседание совета директоров ЦБ 24 марта, судя по всему, будет важным событием. Низкие цифры по инфляции за февраль оказались сюрпризом, и к концу марта годовая инфляция достигнет 4,3% г/г. Это означает, что на цель по инфляции 4% г/г можно будет выйти уже к лету. В то же время ЦБ только что ужесточил риторику своего февральского комментария, что ограничивает регулятора в действиях на ближайшем заседании. По этой причине мы считаем, что понижение ставки на заседании в эту пятницу очень маловероятно, однако однозначно ожидаем обещания понизить ставку на следующем заседании совета директоров ЦБ.

Предсказуемость замедления темпа инфляции важнее ее фактического замедления: Хотя инфляционный тренд является неоспоримым доводом в пользу понижения ставки, все же существуют поводы и для предосторожности. Замедление инфляции связано с богатым урожаем 2016 г., и влияние этого фактора на нее не может быть продолжительным. Кроме того, очень резкое замедление роста цен до 0,2% м/м в феврале было сюрпризом и указывает на то, что спрогнозировать инфляционный тренд становится сложнее. Оба фактора указывают на то, что резкое замедление инфляции не является однозначным аргументом в пользу снижения ставки.

Высокий уровень долларизации препятствует понижению ставки: С середины 2016 г. ЦБ начал стерилизовать избыточную ликвидность банковского сектора. Это предполагает, что политика высоких ставок устранила чрезмерную зависимость банков от фондирования ЦБ. Однако это в основном связано со снижением кредитной активности, тогда как дедолларизация происходит крайне медленно – примерно 23% розничных депозитов и 41% корпоративных все еще номинированы в валюте.

Сильный рубль говорит в пользу понижения ставки, но повышение ставки ФРС является негативным моментом: Платежный баланс также не посылает явного сигнала в пользу понижения ставки в России. С одной стороны, сильный рубль создает окно возможностей для понижения ставки. В то же время российский рынок межбанковского кредитования до января этого года испытывал дефицит долларовой ликвидности, что привело к повышению ставок в валюте, а продолжающееся повышение ставки ФРС может легко создать новый шок для рынка. Таким образом, дифференциал процентных ставок сузится не за счет понижения локальной ставки, а из-за повышения ставки ФРС.

Структурные реформы – явный аргумент против понижения ставки: Главная причина сохранения высокой реальной ставки – это ограниченный потенциал роста. Недавний пересмотр Росстатом цифр по экономическому росту в 2015 и 2016 гг. указывает на сильное сокращение отрицательного разрыва выпуска. Кроме того, ухудшились и перспективы структурных реформ. Ранее мы указывали на то, что программа Алексея Кудрина с середины 2016 г. конкурировала с программой Столыпина клуба. Однако с прошлой осени картина усложнилась из-за назначения нового министра экономики М. Орешкина, у которого также могут быть планы подготовить альтернативный вариант реформ. Конфликтующие между собой предложения могут заморозить экономику в ее нынешнем состоянии, при котором структурные ограничения будут играть в пользу замедления роста/высокой инфляции.

Бюджетная политика – позитивный сюрприз: Решение Минфина не увеличивать госрасходы и продолжать поддерживать бюджет в цене на нефть \$40/барр. в этом году, самый сильный аргумент в пользу понижения ставки, однако сложности имеются и здесь. Во-первых, хотя рост расходов федерального бюджета контролируется, источником риска выступает оборонный сектор – его финансирование выросло на 19% г/г в 2016 г. и нельзя исключать дальнейшего роста оборонных расходов. Существует неопределенность в отношении исполнения майских указов президента Путина, исполнение которых может усилить давление на социальные расходы. В целом Минфин хорошо выполняет свои обязательства, но эта работа может обесцениться под влиянием политического давления.

Мы считаем, что жесткий подход будет превалировать: Учитывая баланс инфляционных рисков, сохранение ставки на предстоящем заседании ЦБ не гарантировано, однако мы все же склоняемся к этому сценарию. Дело в том, что негативный эффект сохранения высокой ставки очень ограничен, тогда как понижение ставки может вызвать нежелательный перегрев экономики. В то же время мы ожидаем, что ЦБ представит мягкий комментарий и пообещает понизить ставку на следующем заседании совета директоров.

Таблица 1. Баланс рисков для решения ЦБ по ставке

Индикатор	Прогноз	Опасения
Инфляционный тренд	ПОЗИТИВНО – Инфляция замедлилась с 5,8% г/г в ноябре 2016 г. до 4,6% в феврале 2017 г.	Причины резкого замедления неясны
Банковский сектор	НЕОДНОЗНАЧНО – Небольшой объем поддержки банков от ЦБ через систему рефинансирования, но долларизация сохраняется высокой	Нет необходимости понижать ставку, пока не исчезнет долларизация и существует риск перегрева кредитования
Платежный баланс	НЕОДНОЗНАЧНО – Сильный рубль, но риск повышения ставки ФРС	Риск возобновления чистого оттока капитала
Повестка структурных реформ	НЕГАТИВНО – хотя ранее ответственным за повестку дня реформ считался А. Кудрин, сейчас свои предложения может внести М. Орешкин. Отрицательный разрыв выпуска оказался ниже ожиданий.	Риск того что повестка дня экономических реформ не появится до 2018 г.
Бюджетная политика	ПОЗИТИВНО – намерение правительства сохранить проект бюджета, привязанного к цене на нефть \$40/барр., позитивно	Риск дополнительных оборонных и социальных расходов

Источник: Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Макроэкономика

Потребительский сектор, Интернет
Аналитическая поддержка российских клиентов
Перевод
Редактор

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи российским и иностранным клиентам
Продажи российским и иностранным клиентам

Группа продаж Альфа-Директ

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676
Наталия Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева

Александра Мельникова, Евгений Кипнис
Гельды Союнов, Алан Казиев
Анна Мартынова
Джон Волш

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Александр Зоров
Кирилл Сильвестров

(7 495) 795-3680
Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев

© Альфа-Банк, 2012 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.