



ЗАСЕДАНИЕ БАНКА РОССИИ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ: РЫНКУ ИНТЕРЕСЕН ПРЕСС-РЕЛИЗ

С момента первого в 2016 году заседания Банка России по вопросу ключевой ставки (29 января) среди участников рынка возобновилась дискуссия о возможном ее понижении под воздействием относительной стабилизации цен на нефть и курса рубля.

Мы ожидаем, что в ходе предстоящего 18 марта заседания Банк России сохранит ключевую ставку неизменной и продлит паузу в смягчении денежно-кредитной политики, которая затянулась с августа 2015 года. Основными аргументами в пользу данного решения могут являться сохранение нестабильности на финансовых рынках и повышенных инфляционных рисков, обусловленных девальвацией рубля в конце 2015 – начале 2016 г.

При этом мы не исключаем возможного смягчения риторики и полагаем, что в условиях длительной паузы в ослаблении денежно-кредитной политики для участников рынка возросла значимость содержания пресс-релиза по сравнению с фактическим уровнем ключевой ставки по итогам заседания. В этом году был изменен формат пресс-релиза: в тексте более детально представлены ориентиры Банка России, которые могут выступить в качестве основы для принятия решений участниками рынка.

Мы сохраняем наш прогноз о возобновлении смягчения денежно-кредитной политики в 2П16, что соответствует нашему базовому сценарию. В случае устойчивой стабилизации ситуации на нефтяном рынке мы можем пересмотреть наш прогноз в сторону возможного понижения Банком России ставки в 1П16.

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

Факторы оценки инфляционных рисков

ДАТА ЗАСЕДАНИЯ	НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ	ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ, Г/Г	РЕАЛЬНАЯ ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА, Г/Г	РОЗНИЧНЫЕ ПРОДАЖИ, Г/Г	ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ
29.01.2016*	0,2%	11,9%	-9,0%	-13,1%	16,4%
18.03.2016**	0,1%	8,0%	-6,1%	-7,3%	15,7%
ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ НА РЕШЕНИЕ БАНКА РОССИИ	ПОЗИТИВНО	ПОЗИТИВНО	ПОЗИТИВНО	ПОЗИТИВНО	НЕГАТИВНО

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, Г/Г	БЕЗРАБОТИЦА
29.01.2016*	32,0%/ 75,5	0,0%	49,2%/ 34,8	-3,7%	5,6%
18.03.2016**	26,0%/ 71,0	4,0%	63,3%/ 38,6	-3,7%	5,8%
ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ НА РЕШЕНИЕ БАНКА РОССИИ	ПОЗИТИВНО	НЕЙТРАЛЬНО	НЕГАТИВНО	НЕЙТРАЛЬНО	НЕЙТРАЛЬНО

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

** Представлены данные на дату выпуска отчета (15.03.2016)

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 30 октября: ставка на снижение инфляции или на экономический рост?»
- ▶ Заседание Банка России по ключевой ставке: декабрь – не время спешить?
- ▶ Заседание Банка России по ключевой ставке: рынок не ждет новостей



Несмотря на улучшение ряда макропоказателей (Диаграмма 1) по сравнению с январским заседанием, мы ожидаем продления Банком России паузы в смягчении денежно-кредитной политики. Полагаем, что сохранению ключевой ставки на неизменном уровне (11%) будут способствовать следующие факторы:

► **Сохранение повышенных инфляционных рисков в российской экономике.**

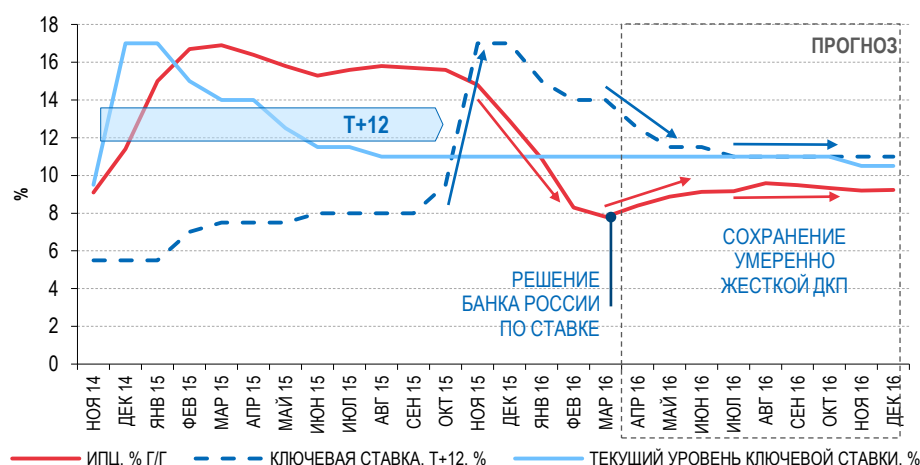
По нашим оценкам, инфляция в годовом выражении на 29.02.2016 составила 8,1% и замедлилась по сравнению с началом года на 4,8 п.п. Сдерживающим для инфляции фактором все так же выступит ухудшение покупательной способности населения и, как следствие, сокращение потребительского спроса.

При этом следует учитывать, что основным фактором количественного снижения инфляции в 1К16 является эффект высокой базы начала 2015 года, который исчерпает себя к 2К16, после чего важным ориентиром для участников рынка в части влияния на ИПЦ выступит «эффект переноса» девальвации рубля, наблюдаемой в декабре 2015 – январе 2016 гг. В связи с этим, по нашим оценкам, «эффект переноса» окажет наиболее существенное влияние на инфляцию в 2К16, и мы ожидаем краткосрочного прироста ИПЦ с 7,8% г/г в конце 1К16 до 9,1% г/г в конце 2К16.

Кроме того, в экономике сохраняются повышенные инфляционные ожидания. Несмотря на незначительное снижение, ожидаемая инфляция составила по данным Банка России 15,7% в феврале и снизилась на 0,7 п.п по сравнению с декабрьским уровнем (16,4%), которым оперировал Банк России при принятии решения по ключевой ставке в январе.

Учитывая, что, по данным Банка России, наибольший эффект от изменения ключевой ставки проявляется в среднем через год-полтора¹, можно сравнить текущее значение ИПЦ с ключевой ставкой, смещенной на 12 месяцев вперед (Диаграмма 2): для обеспечения устойчивого стабилизационного эффекта на инфляцию предпочтительным является сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики до конца года.

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



Источник: Банк России, Росстат, ИЭФ, Газпромбанк

¹ [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016\(2017-2018\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016(2017-2018).pdf)



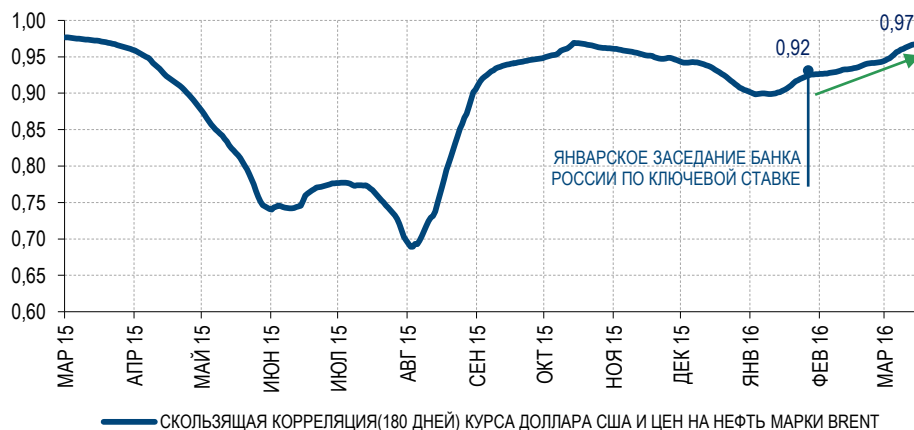
По нашим оценкам, влияние повышения акцизов на бензин и дизельное топливо с 1 апреля на годовую инфляцию будет нематериальным и составит лишь 0,22 п.п. (оценка Банка России находится на сопоставимом уровне порядка 0,3 п.п.). Доля бензина в структуре потребительских расходов населения, учитываемых при расчете индекса потребительских цен, является незначительной (порядка 3%), и основной вклад в инфляцию от повышения акцизов будет обеспечен за счет транспортных расходов производителей и розничных сетей.

Принимая во внимание, что оцениваемый вклад повышения акцизов на бензин и дизельное топливо в годовую инфляцию является несущественным и находится в пределах погрешностей макропрогнозов, мы сохраняем наше видение инфляции на конец года на уровне 9,2% г/г.

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

С момента январского заседания Банка России по ключевой ставке (29.01.2016) наблюдалось выраженное усиление корреляции курса доллар/рубль и цены на нефть марки Brent с 92,3% до 96,7% на 14.03.2016 (Диаграмма 3). За указанный период цены на нефть восстановились на 11%, но их волатильность возросла и достигла отметки 63,3% против 49,2% на дату январского заседания Банка России, что свидетельствует о сохранении неопределенности на нефтяном рынке. При этом снижение цен на нефть за последние 12 месяцев является существенным и составило 37,6%, и фундаментальные факторы для их устойчивого роста в 1П16 отсутствуют.

Диаграмма 3. Скользящая корреляция курса доллар/рубль и цен на нефть марки Brent



Источник: Банк России, Росстат, ИЭФ, Газпромбанк

Несмотря на некоторое восстановление курса рубля с момента январского заседания, которое составило около 6%, волатильность национальной валюты сохраняется высокой. В текущей ситуации понижение ключевой ставки может спровоцировать рост девальвационных ожиданий и привести к ослаблению рубля, в то время как сохранение паузы в смягчении денежно-кредитной политики позволит закрепить позитивный эффект на курс рубля от наблюдаемого восстановления нефтяных цен.

Если конъюнктура нефтяного рынка стабилизируется в сторону плавного устойчивого роста, мы не исключаем, что Банк России примет решение о возобновлении курса на смягчение денежно-кредитной политики уже в 1П16. При этом необходимо помнить, что взлет нефтяных котировок может также быть неблагоприятен для инфляционных рисков, поскольку будет иметь место резкий рост притока денег в российскую экономику.

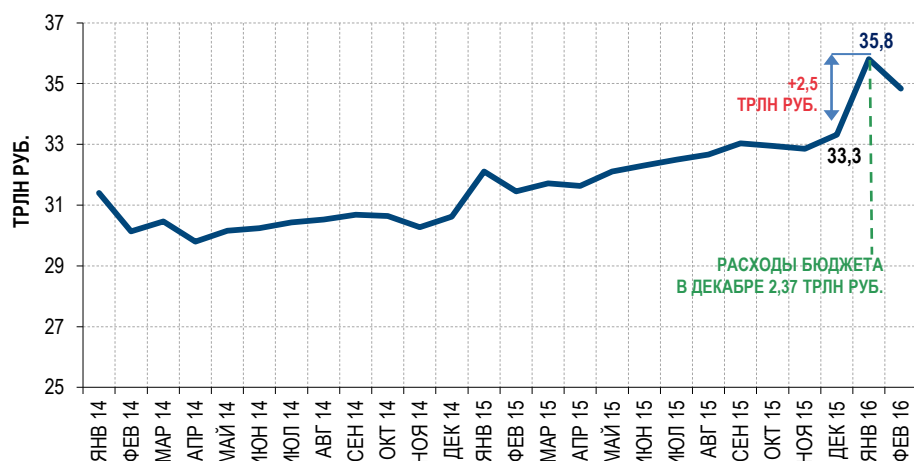


- **Тенденция к росту денежной массы в экономике**, которому способствует покрытие дефицита бюджета за счет Резервного фонда.

За последние 12 месяцев денежная масса возросла на 15,5% (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 порядка 2,4 трлн руб. и являются сопоставимыми по объему с приростом денежной массы. Мы полагаем, что рост денежной массы в случае неравномерного расходования бюджетных средств может способствовать повышению инфляционных рисков в экономике, поскольку возможности Банка России по абсорбированию излишней ликвидности ограничены.

Стоит отметить, что рост денежной массы в российской экономике демонстрирует, что фактически имеет место смягчение денежно-кредитных условий, несмотря на паузу в понижении ключевой ставки Банком России.

Диаграмма 4. Динамика денежной массы M2



Источник: Банк России, Минфин, Газпромбанк

В качестве позитивного фактора следует отметить повторение комфортной последовательности заседаний ФРС США (16 марта) и Банка России (18 марта) по ставке. Как следствие, у Банка России будет возможность принять во внимание действия американского регулятора на предмет их соответствия заявленному курсу на постепенную нормализацию денежно-кредитной политики. При этом следует отметить низкую вероятность повышения ставки ФРС США на заседании в марте (4%, по данным Bloomberg). Мы полагаем, что регулятор США воздержится от повышения ставки на заседании в марте и продлит паузу в нормализации денежно-кредитной политики.

**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 18 80****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.
