

ЗАСЕДАНИЕ БАНКА РОССИИ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ: ПРИОРИТЕТ СТАБИЛЬНОСТИ

Относительная стабилизация на финансовых и товарных рынках создает предпосылки для формирования рыночных ожиданий в пользу понижения Банком России ставки после паузы, которая длится с августа 2015 года.

Однако мы полагаем, что в ходе июньского заседания Банк России в очередной раз воздержится от снижения ключевой ставки, отдав предпочтение борьбе с инфляционными рисками и обеспечению финансовой стабильности.

Основным аргументом в пользу данного решения может являться приостановка в апреле-мае тренда на снижение инфляции и ее «замораживание» на уровне, существенно превышающем целевой ориентир Банка России (4% г/г на конец 2017 года).

Понижение ключевой ставки после длительной паузы на фоне неопределенности параметров бюджета на 2016 год и рисков повторных внешних шоков, а также вероятности повышения в июле ставки ФРС США, может привести к отклонению Банка России от реализуемого курса на последовательное смягчение денежно-кредитной политики. При этом в мае ЦБ дал сигнал, что снижение ставки в текущей ситуации не будет способствовать росту экономики.

Мы сохраняем наш базовый прогноз о возобновлении цикла понижения ключевой ставки в 3К16 (не более 100 б.п. до конца года). При этом мы полагаем, что пресс-релиз будет исполнен в более мягком тоне по сравнению с началом года.

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

Факторы оценки инфляционных рисков

ДАТА ЗАСЕДАНИЯ	НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ	ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ, Г/Г	РЕАЛЬНЫЕ РАСПОЛАГАЕМЫЕ		ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ
			ДЕНЕЖНЫЕ ДОХОДЫ, Г/Г	РОЗНИЧНЫЕ ПРОДАЖИ, Г/Г	
29.04.2016*	0,16%	7,3%	-1,8%	-5,8%	14,7%
10.06.2016**	0,01%	7,3%	-7,1%	-4,8%	14,6%
ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ НА СМЯГЧЕНИЕ ДКП	ПОЗИТИВНО	НЕГАТИВНО	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./BARR	ВВП, Г/Г	БЕЗРАБОТИЦА
	29.04.2016*	18,7%/ 64,7	0,0%		
10.06.2016**	16,7%/ 64,6	2,0%	36,8%/ 51,4	-1,2%	5,9%
ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ НА СМЯГЧЕНИЕ ДКП	НЕЙТРАЛЬНО	НЕЙТРАЛЬНО	ПОЗИТИВНО	ПОЗИТИВНО	НЕЙТРАЛЬНО

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

** Представлены данные на дату выпуска отчета (08.06.2016)

■ 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:

- ▶ [Дефицит бюджета и цена на нефть: чего ожидать участникам рынка?](#)
- ▶ [Обновление ключевых макропрогнозов на 2016 г.: инфляция снижается, но неопределенность остается](#)
- ▶ [Заседание Банка России: ключевая ставка сдерживается бюджетом](#)



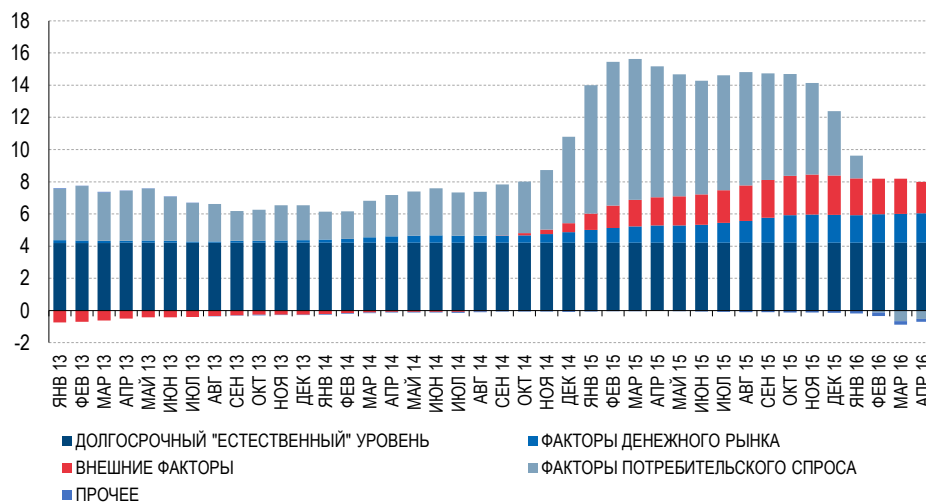
Анализ структуры инфляции показывает, что Банк России, посредством инструментов денежно-кредитной политики, может воздействовать на компоненты, генерируемые внешними шоками и факторами денежного рынка (Диаграмма 2), в то время как имеет место некоторый постоянный, «естественный» уровень инфляции, который практически не меняется и близок к 4% г/г (что соответствует целевому уровню Банка России на конец 2017 года).

Мы полагаем, что факторы, связанные с внутренним спросом, не несут в себе выраженных инфляционных рисков в условиях затяжного снижения покупательной способности населения, в то время как отдельные компоненты могут выступить драйвером ускорения инфляции.

В условиях консервативной монетарной политики на фоне относительной стабилизации цен на нефть и курса рубля, компонента, связанная с внешними факторами, постепенно ослабевает (Диаграмма 2). Вместе с тем мы полагаем, что данная составляющая инфляции может усилиться в случае возникновения повторных внешних шоков, что требует сохранения курса на умеренно жесткую денежно-кредитную политику.

Связанная с денежным предложением компонента инфляции стабилизировалась на уровне октября 2015 года после выраженного роста, начиная с марта 2014 года. Она весьма успешно сдерживается инструментами монетарной политики в условиях роста денежной массы (в том числе в связи с расходом Резервного фонда), но все еще несет в себе риски ускорения инфляции при смягчении денежно-кредитных условий.

Диаграмма 2. Динамика компонент инфляции, п.п.



Источник: Росстат, ИЭФ, Газпромбанк

Таким образом, несмотря на относительно благоприятную ситуацию на товарном и валютном рынках, инфляционные риски в российской экономике сохраняются. Мы ожидаем, что Банк России будет придерживаться последовательной и консервативной денежно-кредитной политики и сохранит ключевую ставку на уровне 11% на заседании в июне.

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

- ▶ **риск устойчивой фиксации инфляции на уровне, превышающем целевой ориентир Банка России (4% на конец 2017 года);**

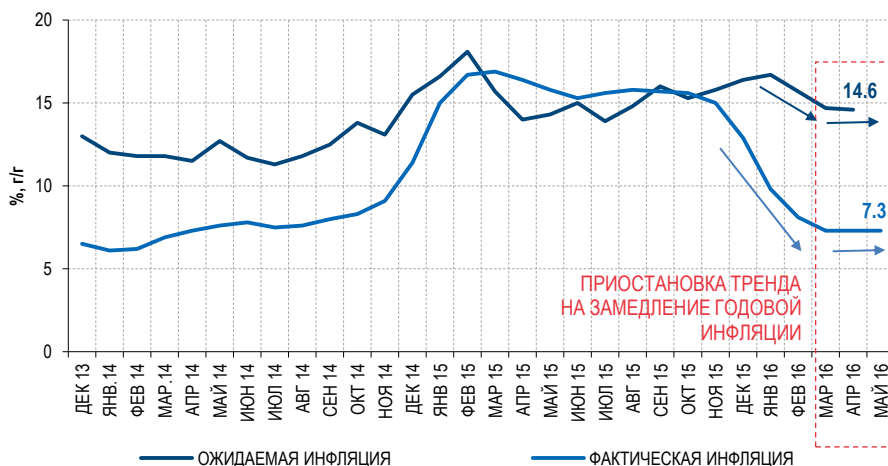
Сигналы Банка России, озвученные для рынка в мае, показывают, что снижение ставки в текущих условиях не будет способствовать ускорению

восстановительных процессов в экономике, в то время как несвоевременное смягчение денежно-кредитной политики после долгой паузы может способствовать росту инфляционных рисков — в том числе в условиях ожидаемого структурного профицита ликвидности, который потребует дополнительного контроля со стороны регулятора на предмет риска ускорения инфляции.

Сейчас инфляция, даже в условиях паузы в смягчении денежно-кредитной политики, перестала замедляться и перешла в "горизонтальную" траекторию: прирост потребительских цен на конец мая в годовом выражении составил 7,3% г/г, что соответствует уровням конца марта и апреля.

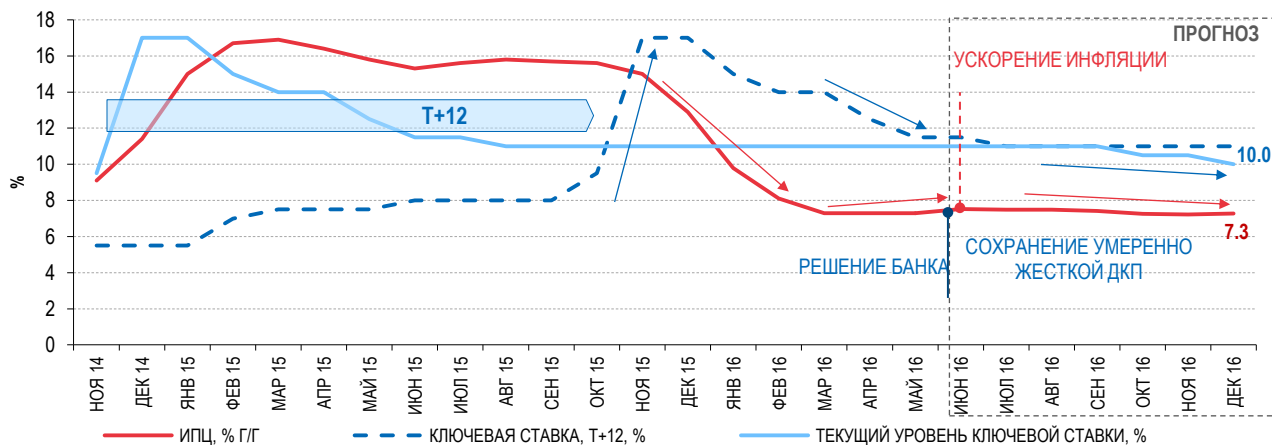
Инфляционные ожидания все еще являются достаточно высокими и также перемещаются в горизонтальную траекторию после снижения в 1К16 (Диаграмма 3): по оценкам Банка России, ожидаемая инфляция в апреле продолжила снижение и составила 14,6% г/г против 14,7% г/г в марте. Замедление тенденции к снижению инфляционных ожиданий может выступить значимым фактором при принятии решения о продлении паузы в смягчении денежно-кредитной политики.

Диаграмма 3. Динамика годовой и ожидаемой инфляции



Источник: Банк России, Росстат, Газпромбанк

По нашим прогнозам, инфляция может умеренно ускориться в июне-июле (до 7,5-7,6% г/г) в связи с исчерпанием эффекта высокой базы прошлого года и расходом средств Резервного фонда, что требует последовательного исполнения умеренно жесткой денежно-кредитной политики (Диаграмма 4). Если сравнить динамику инфляции и ключевой ставки, смещенной на 12 месяцев вперед, можно увидеть, что в условиях ожидаемого ускорения инфляции наиболее предпочтительным является продление паузы в смягчении денежно-кредитной политики по итогам июньского заседания.

Диаграмма 4. Сравнение ИПЦ и ключевой ставки со сдвигом на 12 месяцев


Источник: Банк России, Росстат, ИЭФ, Газпромбанк

► **сохранение неопределенности отдельных параметров бюджета на 2016 год;**

Учитывая, что поправки в бюджет-2016 будут одобрены не ранее октября (после выборов в Госдуму, намеченных на 18 сентября), неопределенность финальных бюджетных параметров, несмотря на стабилизацию нефтяных цен, сохраняется и может обусловить дополнительные инфляционные риски.

На фоне достаточно консервативной бюджетной политики дефицит бюджета в январе-апреле по сравнению с аналогичным периодом 2015 года возрос и составил 1,2 трлн руб. или 4,7% против 996 млрд руб. или 4,4% ВВП годом ранее.

В 2015 году Минфин приступил к расходованию Резервного фонда с июля, в то время как в ходе исполнения бюджета текущего года аналогичные изъятия начались несколько раньше — в апреле — и составили 390 млрд руб., что соответствует нашим прогнозам.

Принимая во внимание, что поправки в бюджет (в том числе в части секвестра расходов) будут приняты не ранее октября, неопределенность влияния расходования средств Резервного фонда на инфляционные риски сохраняется. При этом мы все так же полагаем, что Минфин сохранит консервативный подход к расходованию бюджетных средств в ожидании внесения поправок.

► **ожидаемый переход к структурному профициту ликвидности в банковской системе;**

По нашим оценкам, задолженность банков перед Банком России и Минфином снизилась с начала года в 2,7 раза и составила порядка 1,4 трлн руб. При этом совокупная чистая ликвидная позиция банков устойчиво переместилась в зону положительных значений и превысила 550 млрд руб. (против дефицита в 1,5 трлн руб. на начало года), что можно рассматривать как явный признак постепенного перехода к структурному профициту ликвидности.

По нашим оценкам, переход к структурному профициту ликвидности можно ожидать в конце 2К16-начале 3К16, что потребует от регулятора адаптации монетарной политики к новому состоянию банковской системы и денежного рынка с особым вниманием на последовательность в управлении процентными ставками при таргетировании инфляции.

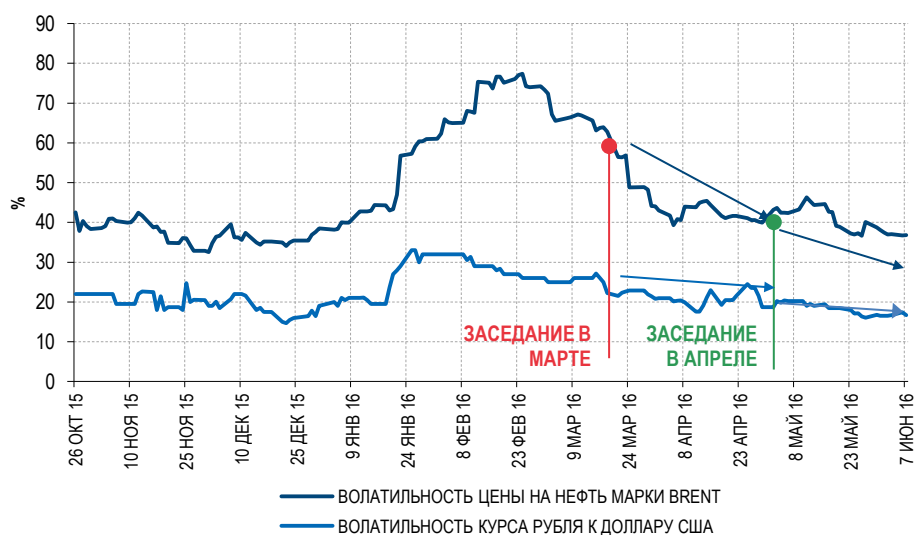
► **сохранение неопределенности на валютном и товарном рынках;**

С апрельского заседания Банка России волатильность цен на нефть марки Brent продолжила снижаться — с 40,0% до 36,8% на текущий момент, с промежуточными всплесками до 45-46% (Диаграмма 5).

Волатильность курса рубля, в отличие от волатильности нефтяных котировок, характеризуется менее выраженной тенденцией к снижению и составила 16,7% против 22,2% и 18,7% на даты мартовского и апрельского заседаний соответственно, когда Банк России сохранил ключевую ставку неизменной. При этом курс рубля остался на уровне даты апрельского заседания (ослаб на 0,1%), несмотря на восстановление цен на нефть на 6,8%.

Принимая во внимание наблюдаемые тенденции, мы полагаем, что риски внешних шоков на товарных и валютных рынках все еще сохраняются (в том числе в связи с ожидаемым повторным повышением ставки американским регулятором), и наблюдаемую динамику курса рубля рассматривать как стабильную — преждевременно.

Диаграмма 5. Волатильность цен на нефть марки Brent и курса рубля по отношению к доллару США



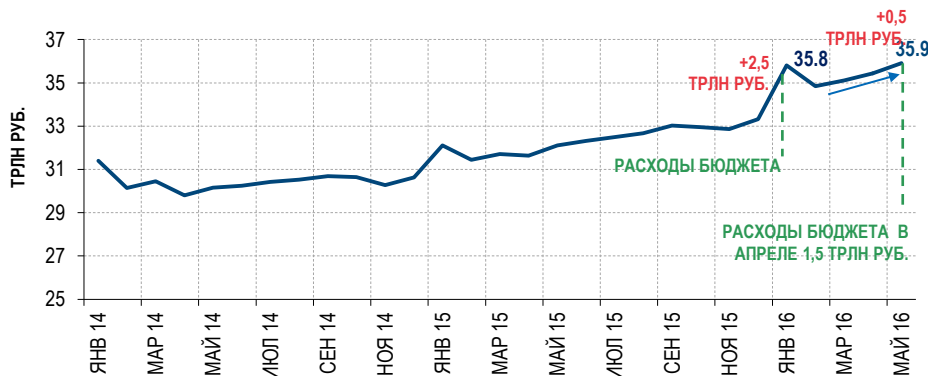
Источник: Bloomberg, Газпромбанк

► **сохранение устойчивой тенденции к росту денежной массы в экономике,** которому способствует покрытие дефицита бюджета за счет Резервного фонда;

За последние 12 месяцев денежная масса возросла на 11,9% (Диаграмма 6) и на начало мая превысила исторический максимум, зафиксированный в декабре 2015 года, когда прирост за месяц составил 2,5 трлн руб. на фоне пиковых расходов федерального бюджета (~2,4 трлн руб.). Принимая во внимание, что денежная масса, как правило, возрастает по мере улучшения потребительских настроений, существенное увеличение предложения денег в экономике в условиях пониженного потребительского спроса может привести к усилению инфляционных рисков.



Диаграмма 6. Динамика денежной массы M2

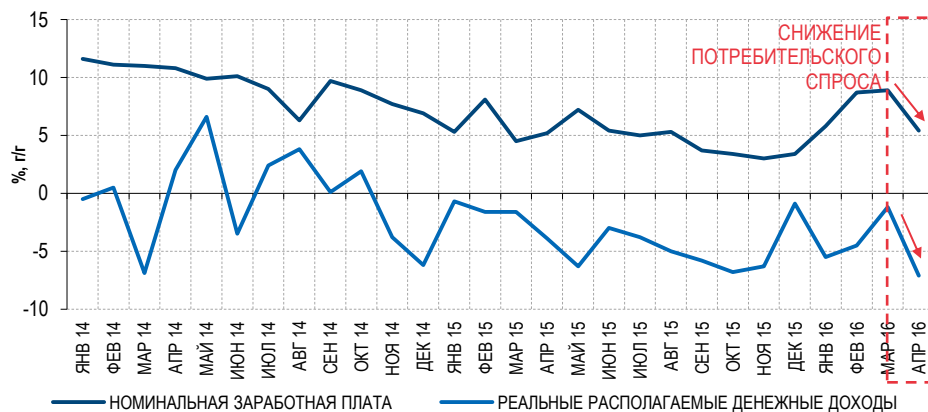


Источник: Банк России, Газпромбанк

▶ отсутствие выраженных перспектив ускорения перехода к росту экономики в случае снижения ставки в текущей ситуации;

Мы полагаем, что снижение ставки и, как следствие, повышение доступности кредитных ресурсов может не привести к активизации инвестиционной и производственной активности в условиях неполной загрузки действующих производственных мощностей на фоне падения внутреннего спроса — в том числе потребительского, замедления роста номинальных заработных плат и возврата к значительным темпам снижения реальных доходов населения (Диаграмма 7). В связи с этим мы полагаем, что Банк России сохранит приверженность последовательной политике и отдаст приоритет предотвращению ускорения инфляции.

Диаграмма 7. Динамика номинальной заработной платы и реальных располагаемых денежных доходов населения



Источник: Росстат, Газпромбанк

▶ некомфортный график заседаний ФРС США по ставке в июне.

Как июньское, так и июльское заседания ФРС США по ставке следуют после заседания Банка России, что снижает степень комфорта российского регулятора при принятии решения о смягчении денежно-кредитной политики после длительной паузы — в особенности на фоне ожиданий участников рынка относительно повышения ставки американским регулятором в июле или сентябре этого года. В связи с этим мы полагаем, что Банк России воздержится от снижения ключевой ставки до прояснения позиции ФРС США в отношении дальнейших шагов к нормализации денежно-кредитной политики.

**ГАЗПРОМБАНК**

117420, г. Москва, ул. Нагаткина, 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.
