

# ЭКОНОМИКА

# РОССИИ

## Российский Центробанк не спешит с понижением процентных ставок. Почему?

В пятницу прошло заседание ЦБ, на котором регулятор оставил неизменными ставки и сконцентрировался на совершенствовании инструментария денежно-кредитной политики. Позиция ЦБ по ставкам выглядит рационально с точки зрения имеющихся макроэкономических «вводных», однако некоторые специфические черты российской экономики говорят о том, что снижение ставок ЦБ может произойти в перспективе 2-3 заседаний регулятора.

- Наиболее распространенная сегодня модель соотношения учетных ставок, инфляции и характеристик роста – так называемое «правило Тейлора», на которое в той или иной степени ориентируется большинство мировых центробанков при осуществлении процентной политики. Расчеты по формуле Тейлора показывают, что ставка, необходимая в сегодняшних условиях российской экономике, составляет 5.6-6.3%, то есть на 0.1-0.8 процентных пункта выше текущей стоимости недельного репо – инструмента, по которому банки получают от ЦБ львиную долю ликвидности. В этих расчетах использованы дефляторы ВВП и потребительских расходов, таргетируемый ЦБ уровень инфляции в 5.5%, а также разрыв выпуска в -1.3% (разница между текущим ростом 1.2% и потенциальным ростом в 2.5%, который оценивает ЦБ). Возможно, это объясняет, почему на сегодня инфляционные риски для ЦБ явно перевешивают текущие замедляющиеся темпы роста экономики. При этом, следуя этим расчетам, сигнал к изменению ставок появится либо в случае снижения инфляционных показателей ниже отметки 6%, либо в случае замедления роста ВВП ниже уровня 1% г/г.
- Условность таких расчетов заключается в том, что правило Тейлора базируется на допущении монетарной природы инфляции. В российской статистике, к сожалению, отсутствуют оперативные ценовые индикаторы, позволяющие оценить «базовую инфляцию», т.е. инфляцию, очищенную от волатильных компонентов, находящихся за пределами компетенции ЦБ. При этом, исходя из косвенных данных, можно заключить, что влияние монетарных условий на ценовую конъюнктуру на сегодня относительно невелико.
- В пользу преимущественно немонетарного характера текущего роста цен говорит сразу несколько факторов. Во-первых, это длительный дефицит ликвидности в банковской системе. Во-вторых, отрицательный разрыв выпуска, то есть «недозагруженность» экономики относительно потенциального выпуска, что признает ЦБ, оценивая потенциальный рост в 2-2.5% против текущих 1.2%. Наконец, это замедляющийся рост кредитования, темп которого поддерживают розничные портфели, встречающие всё большее противодействие ЦБ. На этом фоне в перспективе нескольких кварталов совокупный рост кредитования может замедлиться ниже роста номинального ВВП, и в этом случае мы станем свидетелями делевереджа российской экономики.
- Куда большее влияние на показатели потребительских цен на сегодня оказывают факторы роста регулируемых тарифов, индексации бюджетных зарплат и социальных платежей, а также все еще высокие показатели стоимости с/х сырья. Учитывая относительно неплохой урожай этого года, а также инициативы Правительства по поводу ограничения роста тарифов монополий в 2014г., мы полагаем, что показатели потребительской инфляции снизятся в пределах 0.3-0.5 пп в перспективе ближайших месяцев. На наш взгляд, это может позволить ЦБ пойти на снижение ставок на 2-3 ближайших заседаниях.
- Вместе с тем в более длительной перспективе инфляционные риски могут сместиться в сторону импорта. Российская экономика на сегодня имеет один из наиболее высоких соотношений Импорт/ВВП среди сопоставимых EM (0.25x), причем его структура в существенной степени сформирована продуктами потребительской группы. Таким образом, чувствительность потребительских цен к валютному курсу может увеличиться в случае ускорения оттока капитала с рынков EM и ослабления рубля.

# Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
 WEB: <http://www.zenit.ru>

<b>Начальник Департамента</b>	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Зам.начальника Департамента</b>	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	<a href="mailto:j.shabanova@zenit.ru">j.shabanova@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	<a href="mailto:m.simagin@zenit.ru">m.simagin@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	<a href="mailto:a.valkanov@zenit.ru">a.valkanov@zenit.ru</a>
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	<a href="mailto:y.parshina@zenit.ru">y.parshina@zenit.ru</a>

## Аналитическое управление

Акции		<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
Облигации		<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	<a href="mailto:v.evstifeev@zenit.ru">v.evstifeev@zenit.ru</a>
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	<a href="mailto:k.sychev@zenit.ru">k.sychev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	<a href="mailto:e.cherdakov@zenit.ru">e.cherdakov@zenit.ru</a>
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	<a href="mailto:d.chepragin@zenit.ru">d.chepragin@zenit.ru</a>
Акции	Евгения Лобачева	<a href="mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru">eugenia.lobacheva@zenit.ru</a>

## Управление рынков долгового капитала

		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Денис Ручкин	<a href="mailto:d.ruchkin@zenit.ru">d.ruchkin@zenit.ru</a>
	Андрей Пашкевич	<a href="mailto:a.pashkevich@zenit.ru">a.pashkevich@zenit.ru</a>
	Фарида Ахметова	<a href="mailto:f.akhmetova@zenit.ru">f.akhmetova@zenit.ru</a>
	Марина Никишова	<a href="mailto:m.nikishova@zenit.ru">m.nikishova@zenit.ru</a>
	Вера Панова	<a href="mailto:vera.panova@zenit.ru">vera.panova@zenit.ru</a>
	Алексей Басов	<a href="mailto:a.basov@zenit.ru">a.basov@zenit.ru</a>
	Екатерина Гашигуллина	<a href="mailto:e.gashigullina@zenit.ru">e.gashigullina@zenit.ru</a>

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2013 Банк ЗЕНИТ.