

23.04.2021

Макроэкономический обзор

ЦБ РФ –

ИТОГИ заседания

14390.47

12195.37

10224.01

Ольга Беленькая, руководитель отдела макроэкономического анализа

ЦБ повысил ключевую ставку сразу на 0,5 п.п., прогноз предполагает возможность перехода к жесткой ДКП до конца года

23 апреля ЦБ РФ повысил ключевую ставку сразу на 0,5 п.п. до 5,0% и дал сигнал, что будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях. По словам главы ЦБ Э. Набиуллиной, рассматривались варианты повышения ставки на стандартный шаг 0,25 п.п. или на 0,5 п.п. Мы полагали, что выбор между повышением на 0,25 и 0,5 п.п. может колебаться до последнего момента и отдавали предпочтение варианту повышения до 5% с вероятностью 55%, прогнозы аналитиков в Bloomberg разделились преимущественно в пользу повышения ставки до 4,75% (примерно в соотношении 2:1). Новый прогноз ЦБ по инфляции на конец этого года повышен с 3,7-4,2% до 4,7-5,2%, возвращение к таргету 4% теперь ожидается лишь к середине 2022 г. По мнению Э. Набиуллиной, промедление с повышением ключевой ставки может не только отодвинуть этот срок, но и потребовать значительно более высоких уровней ставки для достижения цели. Хотя формально ставка уже достигла нижней границы нейтрального диапазона, который ЦБ в июле прошлого года определил, как 5-6%, Э. Набиуллина полагает, что она лишь приблизилась к границе, отделяющей мягкую ДКП от нейтральной. Более того, ЦБ не исключает и перехода к умеренно жесткой ДКП до конца года, хотя считает это и не самым вероятным сценарием. Впервые опубликованная прогнозная траектория ключевой ставки показала, что регулятор ждет в этом году среднее значение ключевой ставки с 26 апреля по конец года в диапазоне 5,0-5,8%, что означает широкий разброс возможных значений ключевой ставки на конец года – по нашим оценкам, от 5% до 6,5%. Мы повышаем ожидаемый диапазон ключевой ставки на конец 2Q до 5-5,5%, и на конец года до 5,25-5,75%. Хотя повышение ключевой ставки до 5% сегодня в целом было заложено в ожидания рынка, «ястребиный» сигнал может способствовать укреплению курса рубля, привести к ускорению повышения банками депозитных и кредитных ставок.

Основной фактор, который повлиял на достаточно жесткое решение ЦБ – **ускорение темпов инфляции по широкому кругу товаров и услуг, увеличение вклада устойчивой составляющей ценовой динамики**. Этому способствуют устойчивое и быстрое восстановление внутреннего спроса, превышающее возможности наращивания выпуска, и повышенные инфляционные ожидания населения и бизнеса, позволяющие компаниям перекладывать возросшие издержки в рост отпускных цен. Рост издержек связан с конъюнктурой цен на мировых товарных рынках, сбоями в товарно-логистических цепочек, дефицитом рабочей силы. Если ранее ЦБ полагал, что инфляция в годовом выражении достигнет пика в марте и будет снижаться, теперь предполагается выход инфляции на плато – во 2Q годовые темпы будут близки к значениям I квартала, а устойчивое замедление годовой инфляции прогнозируется лишь во втором полугодии 2021 года.

По мнению ЦБ, экономическая активность быстро восстанавливается – [данные за 1Q](#) указывают, что в основном, за исключением добычи нефти и быстро восстанавливающегося сектора услуг докризисный уровень спроса уже достигнут. В условиях действия ограничений на зарубежные поездки не израсходованные на эти цели средства домашних хозяйств частично перераспределены на потребление товаров и услуг внутри страны, и базовый прогноз ЦБ предполагает осторожное открытие границ. Растет инвестиционный спрос (на что указывает динамика импорта), снижается безработица, внешний спрос вследствие ожиданий более быстрого роста мировой экономики улучшает условия для экспорта. По прогнозу ЦБ, во 2П21 экономика вернется к докризисному уровню, а это значит, что мягкая ДКП полностью выполнила свою контрциклическую роль. В то же время ЦБ признает наличие дезинфляционных рисков – рост спроса ниже ожиданий, ухудшение эпидемиологической ситуации (ухудшение спроса в секторе услуг), либо быстрое открытие внешних границ (перераспределение части внутреннего спроса на зарубежные поездки).

К тому же ЦБ повышением ставки хотел добиться повышения **привлекательности рублевых депозитов для населения и более сбалансированного роста кредитования** – сейчас оно растет темпами близким к максимальным за несколько лет. Более того, Э. Набиуллина видит признаки перегрева на рынке ипотеки и ЦБ обсудит возврат к допандемическим уровням надбавок по ипотеке с небольшим первоначальным взносом.

Решения в области **бюджетной политики** также будут учитываться ЦБ, особенно на среднесрочном горизонте. По мнению регулятора, реализация объявленных в Послании Президента дополнительных социальных и инфраструктурных мер не окажет существенного проинфляционного влияния. Но ЦБ будет учитывать влияние на прогноз возможных решений об инвестировании ликвидной части Фонда национального благосостояния сверх порогового уровня в 7% ВВП. По словам Э. Набиуллиной, ведутся дискуссии, но ЦБ исходит из первоначальных оценок, что это может быть в объеме около 1 трлн рублей за три года - в этом случае значимых инфляционных рисков нет. Отметим, что **в случае решений об инвестировании средств ФНБ это может оказать положительное влияние на курс рубля**, поскольку продажи валюты из ФНБ, скорее всего, будут «зеркалировать» покупки валюты Минфином по бюджетному правилу.

При этом в комментарии почти не упоминается о **геополитических рисках**, которые мы оценивали, как значимый фактор для решения по ставке (вместе с возможно более ранней нормализацией ДКП центробанков развитых стран она оценивается ЦБ как возможный источник волатильности на глобальных рынках, курсового и инфляционного давления). По словам Э. Набиуллиной, американские санкции не привели к значимому увеличению оттока нерезидентов из ОФЗ - с 1 по 16 апреля продажи нерезидентов составили 101 млрд рублей, при этом за неделю, которая следовала после объявления санкций, объем продаж составил 43 млрд рублей, причем отток отмечался в это время и с других ЕМ. Мы связываем спокойную реакцию рынка с тем, что объявленные санкции носят сравнительно мягкий характер и относятся только к первичному рынку нового госдолга, к тому же за 1Q продажи нерезидентами ОФЗ уже составили \$3,2 млрд. в ожидании санкций и на фоне повышения доходностей UST. Однако есть риски новых, более жестких санкций до июньского заседания. В частности, это возможный второй этап санкций по закону о применении химического и биологического оружия (дело Навального). В целом после вчерашнего заявления С. Шойгу об окончании военных учений и отводе войск от границы с Украиной и прекращения голодовки А. Навального риски новых жестких санкций в ближайшее время снизились. Но, возможно, ЦБ решил застраховаться от них более активным повышением

ставки, чтобы сдерживать не только возможный отток капитала со стороны нерезидентов, но и спрос на валютные активы со стороны населения и бизнеса.

Впервые опубликованная прогнозная траектория ключевой ставки показала, что регулятор ждет в этом году среднее значение ключевой ставки с 26 апреля по конец года в диапазоне 5,0-5,8% (средний за год 4,8-5,4%, однако «с учетом того, что с 1 января по 25 апреля 2021 года средняя ключевая ставка была равна 4,3%, с 26 апреля до конца 2021 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 5,0-5,8%»). По нашим оценкам, это может означать, что ключевая ставка на конец года может составить 5-6,5%, в зависимости от поступающих данных. В 2022 г. ЦБ ждет средний по году диапазон ставки 5,3-6,3%, в 2023 г 5-6%.

По словам Э. Набиуллиной, **на ближайшем заседании 11 июня ЦБ РФ будет рассматривать и сохранение ставки, и повышение на 25 бп или больше при определенных условиях.**

Повышение ставки на 50 б.п. в принципе было ожидаемо рынком. **Сигнал вероятного дальнейшего ужесточения политики может ускорить пересмотр вверх ставок по депозитам и кредитам и оказать поддержку курсу рубля. Мы полагаем, что слишком быстрое повышение ставки было бы нежелательно**, с учетом трудностей прогнозирования устойчивости наблюдаемого быстрого восстановления спроса и временных лагов, с которыми ДКП влияет на экономическую активность и инфляцию. Инфляция сейчас ускоряется во всем мире во многом под влиянием разовых факторов (давление производственных издержек и расходование сбережений, накопленных в период пандемии), однако центробанки развитых стран сохраняют мягкую монетарную политику и не считают необходимым реагировать на превышение инфляцией целевого уровня, полагая, что оно носит временный характер и не приведет к устойчиво высокой инфляции. С учетом высоких инфляционных ожиданий и исторически высокого уровня инфляции в России осторожность Банка России вполне понятна, однако на следующих заседаниях реализация сценария быстрого повышения ставок и тем более перехода к жесткой ДКП может привести к замедлению кредитования, инвестиций и в конечном итоге не только слишком сильно замедлить спрос по завершении восстановительного периода, но и ограничить возможности расширения предложения.

Аналитическое управление ГК «ФИНАМ»

wr@corp.finam.ru

Аристакесян Михаил, руководитель

Инвестиционные стратегии и модельные портфели

Отдел анализа акций

Малых Наталья, руководитель

Фондовые индексы, Сектор электроэнергетики

Делицын Леонид, руководитель направления

ИРО

ТМТ сектор

Аседова Наталия, аналитик

Потребительский сектор

Калачев Алексей, старший аналитик

Сырьевой сектор

Коренев Алексей, аналитик

Финансовый сектор

Пырьева Наталия, младший аналитик

Промышленный сектор

Саидова Зарина, старший аналитик

Сектор здравоохранения

Отдел макроэкономического анализа

Беленькая Ольга, руководитель

Макроэкономика, Стратегии

Зайцева Анна, старший аналитик

Валютные и товарные рынки

Ковалев Алексей, аналитик

Долговой рынок

Маслов Андрей, младший аналитик

Валютные и товарные рынки

Отдел портфельного моделирования

Серебренников Дмитрий, руководитель

Липский Максим, портфельный менеджер

Брокерские и консультационные услуги оказывает ГК «ФИНАМ». 127006 г. Москва, пер. Настасьинский, д.7, стр.2, комн.33. Более подробную информацию об услугах ГК «ФИНАМ» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте Finam.ru или у своего менеджера.

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ГК «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимальной возможной тщательностью, ни его авторы, ни ГК «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ГК «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ГК «ФИНАМ» категорически запрещено.