

19.04.2021

Макроэкономический обзор

ЦБ РФ придется
принимать решение
по ключевой ставке в
условиях осложнения
геополитического
фона

Ольга Беленькая, руководитель отдела макроэкономического анализа

Повышение ставки практически неизбежно, решение о шаге может быть принято в последний момент

Высокие цифры инфляции в марте и ускорение роста цен на более устойчивые ее компоненты (непродовольственные товары и услуги), давление инфляции издержек в России и в мире, признаки быстрого восстановления спроса складываются в пользу продолжения начатой ЦБ в марте нормализации ДКП. В то же время есть как положительные изменения — замедление инфляции в последнюю неделю, приостановка роста доходностей гособлигаций США, так и новые факторы риска — неожиданно введенные США санкции на первичный рублевый госдолг, возможность более мягкой бюджетной политики. На наш взгляд, сейчас речь может идти о двух сценариях — повышение ставки на 0,25 или на 0,5 п. п. причем второй вариант представляется нам сейчас немного более вероятным (пока мы оцениваем вероятности как 45% и 55% соответственно). Скорее всего, окончательное решение будет приниматься в последний момент, в зависимости от новостного фона и реакции финансовых рынков. Пока реакция рынка на введение санкций на приобретение американскими банками на аукционах нового российского госдолга вполне спокойна, что позволяет обойтись стандартным шагом ДКП, 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). Кроме того, из наиболее «горячих» тем можно отметить угрозу военного конфликта на территории Украины, сообщения о резком ухудшении состояния здоровья А. Навального (в выходные стало известно о предупреждении советником президента США по нацбезопасности Салливаном о «последствиях» для России в случае смерти Навального; главы МИД стран ЕС сегодня намерены обсудить сложившуюся ситуацию), а также дипломатический конфликт России и Чехии. Эти факторы могут аргументировать превентивное более активное повышение ключевой ставки. В то же время в случае появления новостей о согласии В. Путина на встречу с Дж. Байденом и о смягчении напряженности по указанным выше вопросам геополитические риски могут снизиться — тогда возрастет вероятность увеличения ставки на 0,25 п. п. Мы полагаем, что оба варианта решения ЦБ окажут нейтральное влияние на рынок. Важное значение будут иметь сигналы ЦБ о темпах и сроках дальнейшей нормализации ДКП (будут обновлены макропрогнозы и впервые опубликована прогнозная траектория ключевой ставки). Мы полагаем, что если ставка будет повышена на 0,25 п. п., то ЦБ может сохранить сигнал с указанием возможности повышения ставки на одном из ближайших заседаний. До конца года в базовом сценарии наш текущий прогноз предполагает ставку в диапазоне 4,75–5,25%, но есть вероятность корректировки прогнозного диапазона в сторону повышения.

На предыдущем заседании (19 марта) ЦБ РФ впервые с 2018 г. повысил ключевую ставку на 0,25 п. п., до 4,5%, и дал сигнал возможного следующего повышения на ближайших заседаниях. При этом, как сообщила глава Центробанка Э. Набиуллина, рассматривался и вариант повышения ставки сразу на 0,5 п. п. Решение ЦБ было аргументировано возросшим инфляционным давлением вследствие быстрого восстановления спроса, ограничений в расширении предложения и повышенных инфляционных ожиданий. По мнению ЦБ, на тот момент, инфляция складывалась выше прогноза, и срок ее возвращения к цели сместился вправо — на 1П22, причем с учетом начавшегося процесса нормализации ДКП. Как отмечалось, среди факторов, которые ЦБ будет принимать во внимание при определении сроков и темпов возвращения к нейтральной ДКП, — возможность более раннего

начала нормализации денежно-кредитной политики центральными банками развитых стран (что может привести к повышенной волатильности потоков капитала на EM) и фактор бюджетной политики РФ (возможное решение об инвестировании ликвидной части Фонда национального благосостояния сверх порогового уровня 7% ВВП).

На заседании 23 апреля ЦБ обновит макроэкономические прогнозы и, как ожидается, впервые в истории опубликует прогнозную траекторию ключевой ставки. Наступил традиционный «период тишины» (за неделю до заседания), а представители ЦБ, к сожалению, не дали сигналов рынку в такой непростой ситуации, как баланс факторов, в том числе неожиданное объявление США 15 апреля ограничений на операции с российским госдолгом, могут повлиять на его решение по ключевой ставке. Был лишь комментарий, что Банк России отслеживает ситуацию и при необходимости готов задействовать имеющиеся инструменты для сохранения финансовой стабильности. По словам руководителя департамента ДКП ЦБ РФ К. Тремасова (6 апреля), как и в прошлый раз, будут рассматриваться три варианта изменения ключевой ставки — без изменения / 0,25/0,50 п. п. На наш взгляд, реально речь может идти о двух сценариях — повышение ставки на 0,25 или на 0,5 п. п., причем на фоне обострения геополитического фона в последние дни второй вариант представляется немного более вероятным (пока мы оцениваем вероятности как 45% и 55% соответственно). Важное значение будут иметь и сигналы ЦБ о темпах и сроках дальнейшей нормализации ДКП.

Почему стоит ожидать повышения ставки

1. Инфляция потребительских цен в годовом выражении продолжила ускоряться — с 5,67% в феврале до 5,79% по итогам марта, обновив пиковое значение с 2016 г., и начала, как и ожидал ЦБ, слабо замедляться в годовом выражении в апреле вследствие эффекта высокой базы. При этом ее дальнейшее снижение, по мнению ЦБ, будет идти медленно. Как отмечает ЦБ в бюллетене «Динамика потребительских цен», основное влияние в марте оказывало дальнейшее расширение спроса в условиях высокого давления со стороны издержек. Неблагоприятным фактором является более устойчивый характер инфляции, снижение ее зависимости от наиболее волатильных компонентов (цены на продовольствие) и тех факторов, которые ранее представлялись временными, а именно перенос в цены ослабления курса рубля в прошлом году. Так, продовольственная инфляция, хоть и оставалась на очень высоком уровне (0,82% МоМ), замедлилась по отношению к февралю за счет снижения цен на плодоовощную продукцию. В то же время продолжил ускоряться рост цен на непродовольственные товары (+0,7% МоМ, 5,9% YoY), наиболее активно дорожали бензин (+1,1% МоМ), стройматериалы (+1,68% МоМ), новые отечественные легковые автомобили (+2,4% МоМ). Рост цен на услуги остался стабильным (0,37% МоМ, 3,2% YoY), однако без учета ЖКУ и с учетом сезонности он ускорился, по оценке ЦБ, до 0,62% МоМ, максимума с октября 2018 г. Среди наиболее активно подорожавших услуг — восстанавливающиеся по мере улучшения эпидемиологической ситуации туризм, авиабилеты, развлечения. В целом базовая сезонно очищенная инфляция (наиболее устойчивый компонент), по оценке ЦБ, ускорилась с 0,61% МоМ в феврале до 0,75% МоМ в марте, а продолжающееся ускорение именно устойчивых компонент инфляции для ЦБ является подтверждением необходимости возвращения к нейтральной ДКП. В данном случае важно, что ускоряется рост цен на непродовольственные товары и рыночные услуги.
2. Инфляция издержек становится все более заметна и в мире, и в России. Опросы бизнеса (IHS Markit) для глобальной экономики отмечают максимальное ценовое давление со стороны затрат с 2008 г. Это связано как с удорожанием сырья, так и с продолжающимися сбоями поставок. В России это выразилось в ускорении производственной инфляции (роста индекса

цен производителей) в марте до 16% YoY. Исследование IHS Markit показывает, что в марте темпы инфляции закупочных цен в России в производственном секторе замедлились, оставаясь на повышенном уровне, но в сфере услуг там они были самыми высокими с января 2019 г. На фоне ожившего потребительского спроса компании сферы услуг резко повысили отпускные цены в конце первого квартала — рост отпускных цен стал максимальным с 2019 г.

3. Экономика и потребительский спрос восстанавливаются быстрее ожиданий. Данные Росстата по ВВП за 4Q20 (спад на 1,8% YoY) оказались лучше консенсус-прогноза Bloomberg (-2,2%), а общая оценка спада экономики за прошлый год пересмотрена с 3,1% до 3%. Позитивным сюрпризом стал неглубокий спад инвестиций в основной капитал и выход показателя в плюс в годовом выражении в 4Q. В 1Q, хотя ВВП в годовом выражении еще, скорее всего, покажет спад, восстановление внутреннего спроса продолжается. На это, в частности, указывает ускорение роста импорта товаров (по предварительной оценке платежного баланса, он увеличился на 12% YoY в 1Q, причем на 20% YoY в марте), а также быстрое сокращение темпов спада YoY в секторе услуг. Как отмечала г-жа Набиуллина на мартовской пресс-конференции, в ряде секторов восстановление спроса опережает возможности увеличения выпуска (сейчас это относится в основном к автомобилям и товарам, связанным со строительством и ремонтом на фоне бума ипотечного кредитования). Как отмечают аналитики ЦБ («О чем говорят тренды»), восстановление потребительского спроса в условиях устойчивого увеличения издержек приобретает выраженный проинфляционный характер.
4. Высокие темпы роста кредитования, поддерживаемые мягкой ДКП и льготной программой ипотеки, приводят к ускорению роста потребительского спроса. В первую очередь это относится к ипотечному кредитованию, но также к необеспеченному потребительскому кредитованию (по данным ЦБ РФ, 3-месячный аннуализированный темп роста вырос до 16,27%).
5. Бюджетная политика в год выборов в Госдуму может оказаться мягче, чем предполагалось в начале года. Вероятность принятия решения об инвестировании части средств ФНБ в экономику возросла. Так, президент В. Путин дал поручение правительству к 1 мая подготовить перечень инфраструктурных проектов, которые будут финансироваться с привлечением средств ФНБ. Министр финансов А. Силуанов подтвердил, что инвестиции могут начаться уже в ближайшие месяцы, если уточненный макропрогноз Минэкономразвития подтвердит, что на 3-летнем горизонте ликвидная часть ФНБ будет стабильно превышать законодательно установленную планку 7% ВВП. При этом сам Минфин (замминистра В. Колычев) считает, что при текущих ценах на нефть к концу года ликвидная часть ФНБ превысит лимит 7% ВВП более чем на 1 трлн рублей, и эту сумму предлагается зафиксировать как лимит для инвестиций из ФНБ в течение 3 лет.
6. Внешний фон. Продолжают улучшаться прогнозы роста мировой экономики (вакцинация, новые масштабные пакеты мер поддержки в США — в марте принят пакет на \$ 1,9 трлн, в конце марта президент Байден предложил новый план финансирования инфраструктуры более чем на \$ 2 трлн). По новому прогнозу МВФ, мировая экономика в этом году вырастет на 6%, что является максимальным темпом с 1970-х гг. Прогнозы роста ВВП США от ФРС и крупнейших международных финансовых организаций на этот год превышают 6%, при этом инфляция в США в годовом выражении уже по итогам марта составила 2,6%, в ближайшие месяцы ожидается ее дальнейшее ускорение. Ожидается, что уже к середине этого года ВВП США полностью восстановится к докризисному уровню, а в будущем году

экономика достигнет максимальной — Китай — в этом году может вырасти более чем на 8%, в марте она показала рекордный рост импорта (+38% YoY). С одной стороны, быстрое восстановление роста крупнейших экономик мира позитивно для мировых сырьевых рынков (и для российского экспорта) с точки зрения внешнего спроса. С другой стороны, несмотря на уверения руководства ФРС, что оно пока не планирует сворачивать действующие объемы монетарного стимулирования, рынки уже начали готовиться к более ранним срокам сокращения размера покупки активов и повышения ставок, что вызвало в 1Q быстрый рост доходностей американских гособлигаций и ослаблению курсов валют большинства EM к доллару. Мы полагаем, что уже в этом году ФРС может объявить о планах сокращения объемов QE, а в будущем — начать эти операции. Если это подтвердится, давление на EM может возрасти. В таких условиях отрицательная реальная ставка по депозитам в рублях может способствовать дальнейшему снижению интереса населения к рублевым депозитам и увеличению спроса на валютные активы, что стало одним из основных факторов оттока капитала в 1Q21. А ослабление курса рубля может вызвать новый виток инфляции.

Почему возможно повышение ставки на 0,5 п. п.

1. Геополитические и санкционные риски. Информация о намерении США ввести санкции на российский госдолг через день после звонка президента Дж. Байдена президенту В. Путину с предложением о личной встрече в ближайшие месяцы для обсуждения накопившихся противоречий первоначально произвела тяжелое впечатление на рынки. Однако пока фактически введенные санкции на госдолг оказались наименее опасными из возможных — они запрещают американским финансовым организациям приобретать только на первичном рынке облигации Минфина РФ, ЦБ РФ и ФНБ, выпущенные после 14 июня, а также кредитовать эти организации. На вторичный госдолг (доля нерезидентов составляет почти \$ 40 млрд) санкции не вводятся. Более того, введенные санкции даже не запрещают американским банкам покупать новый госдолг на вторичном рынке. Это вызвало заметное облегчение на рынке — Минфин уверен, что спрос российских банков на ОФЗ позволит полностью выполнить план по заимствованиям. К тому же Байден дал понять, что дорога к переговорам и снижению напряженности остается открытой (как и дорога к ужесточению санкций в случае дальнейшей эскалации). Негативная реакция рынка была быстро погашена, что позволяет ЦБ пока не применять дополнительные меры по стабилизации ситуации. Теперь многое будет зависеть от реакции российского руководства и от того, удастся ли снизить напряженность на границе России и Украины, поскольку это может стать поводом для дополнительного ужесточения санкций. Сдержанный характер ответных мер России на новые санкции и отсутствие прямого отказа В. Путина в проведении личной встречи с Байденем (решение не принято, но, по словам американского президента, условия сейчас прорабатываются с обеих сторон) — неплохой сигнал. Однако еще предстоит второй этап санкций США по закону о применении химического и биологического оружия (в связи с обвинениями в отравлении Навального), который должен наступить через 90 дней после первого этапа, т.е. после 2 июня. Кроме того, в субботу Bloomberg сообщил, что администрация США рассматривает различные варианты санкций на вторичный рынок российских долговых бумаг, в том числе запрет доступа американских финансовых институтов на вторичный рынок рублевых облигаций российских госбанков или запрет торговать на вторичном рынке любыми рублевыми облигациями в течение 90 дней после их выпуска или более — все эти меры могут приниматься в случае обострения политической

ситуации. Из этих сообщений можно сделать вывод, что после первого шага администрации Байдена в отношении российского госдолга могут последовать и другие, а поступившие в выходные новости могут дать для этого поводы до следующего регулярного заседания 11 июня. И хотя даже в случае санкций в отношении вторичного рынка российского долга вряд ли они будут приняты в самом жестком варианте запрета на владение уже существующим долгом (это «накажет» прежде всего иностранных инвесторов), из-за опасений движения в этом направлении в случае ухудшения новостного фона нерезиденты могут ускорить выход из РФ и давление на курс рубля возрастет. К тому же, с учетом указа Байдена об объявлении режима ЧС в отношении России, в случае обострения отношений может упроститься процедура введения и других жестких экономических санкций — например, секторальных и расширенных персональных ограничений, в СМИ упоминаются и угрозы отключения России от международных платежных систем и др. Это может потребовать более высокого уровня ключевой ставки для защиты российского финансового рынка и предотвращения оттока капитала.

2. Интригу добавляет информация Bloomberg от 13 апреля, в соответствии с которой в послании президента Федеральному собранию 21 апреля могут быть объявлены масштабные инфраструктурные и социальные расходы для ускорения выхода экономики из кризиса, а в качестве предварительно рассматриваемых источников финансирования рассматриваются использование ФНБ, ослабление бюджетного правила, перераспределение расходов и повышение налогов. Увеличение бюджетных расходов может как ускорить рост экономики, так и замедлить возвращение инфляции к цели, поэтому, если в послании будет заложено агрессивное увеличение бюджетных расходов, это может ускорить процесс повышения ключевой ставки.

Почему сценарий повышения ставки на 0,25 п. п. представляется нам предпочтительным:

1. Как неоднократно заявляло руководство ЦБ, при принятии решений по ДКП, если ситуация не является экстренной, предпочтительным является стандартный шаг политики (0,25 п. п.), чтобы дать время экономическим агентам адаптироваться к изменениям.
2. За неделю с 6 по 12 апреля замедлились текущие темпы роста индекса потребительских цен (0,1% в неделю после 0,2% в течение предыдущих 3 недель), а в годовом выражении инфляция приблизилась к 5,5%. Среднесуточный рост цен с начала апреля составил 0,017% против 0,021% в марте. При сохранении текущего среднесуточного роста цен инфляция в апреле, по нашей оценке, может составить 0,51% против 0,66% в марте и около 5,5% годовых (прогноз Минэкономразвития 0,5–0,6% МоМ и 5,5–5,6% YoY).
3. Аналитики ЦБ (бюллетень «О чем говорят тренды») оценивают рост ВВП РФ в 1Q на уровне 0,8–0,9% QoQ, но при этом полагают, что фаза восстановления с повышенными темпами роста экономики, возможно, уже пройдена и в будущем темпы роста (QoQ) замедлятся — значит, может замедлиться и инфляционное давление со стороны спроса. Кроме того, восстановление спроса остается неравномерным и слишком быстрое повышение ставок по кредитам могло бы повредить восстановлению бизнеса (особенно МСБ) в наиболее пострадавших секторах.
4. Риски третьей волны COVID — возможное сдерживающее влияние на внешний спрос и, возможно, внутренний (если она дойдет до России).
5. В случае планового завершения программы льготной ипотеки после 1 июля (к чему призывает ЦБ, однако обсуждается и вопрос о продлении) в сочетании с начавшимся возвращением к нейтральной ДКП может замедлиться рост ипотечного кредитования, а

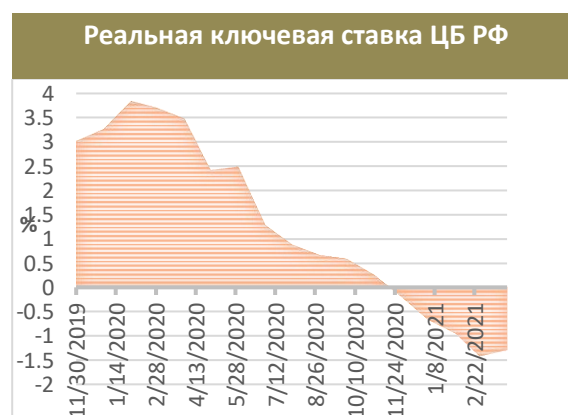
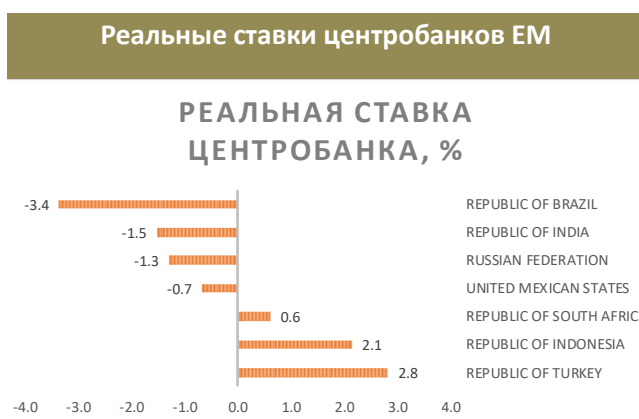
возможное открытие границ летом может сместить часть внутреннего спроса на услуги зарубежного туризма. Эти факторы могут ослабить инфляционное давление в экономике.

6. Приостановка роста доходностей UST (после достижения локального пика 1,77% по UST 10 в конце 1Q) ослабляет давление на курс рубля. Похоже, рынки пока поверили руководству ФРС, что если оно и может вскоре задуматься о сокращении объемов QE, то это случится задолго до повышения ставки.
7. Относительно мягкий характер уже введенных санкций позволяет сохранить резерв для более активного повышения ставки в тот момент, когда это действительно потребуется.

Кривая доходности ОФЗ уже закладывает в ожидания повышение ключевой ставки переход ДКП в нейтральный диапазон до конца года.

Повышение ставки на 0,25 п. п. с сигналом возможности дальнейшего повышения на одном из ближайших заседаний было бы нейтрально для курса рубля, в принципе рынок готов и к повышению сразу на 0,5 п. п. В этом случае ключевая ставка уже достигнет нижней границы нейтрального диапазона (5–6%). Вслед за изменением ключевой ставки продолжится повышение банками депозитных ставок (со второй декады марта по первую декаду апреля максимальная депозитная ставка топ-10 банков повысилась с 4,51% до 4,63%) и ставок по кредитам.

В контексте внешних рынков можно отметить, что инфляция заметно ускоряется не только в России, но и в ряде других стран ЕМ. На этом фоне ЦБ Бразилии в марте повысил ставку на 0,75 п. п., до 2,75%, и дал сигнал вероятного аналогичного повышения в мае. Консенсус-прогноз аналитиков, собранный Центробанком Бразилии, составляет 5,25–5,5% на конец текущего года. Центробанк Турции в марте повысил ставку на 2 п. п., до 19%, что стоило отставки его руководителю. Однако и новый глава Центробанка Турции, поддерживающий политику низких ставок, не стал ее снижать в апреле на фоне инфляции выше 16% при целевом уровне около 5%. Между тем другие центробанки (Мексика, Индия) сохранили ставки на минимальных уровнях (4%), а ЦБ Индии объявил программу QE на 2Q для поддержки рынка госбумаг. На фоне высокой инфляции и геополитических рисков Нацбанк Украины 15 апреля повысил процентную ставку с 6,5% до 7,5%. Реальная ключевая ставка в России пока остается в отрицательной области, хотя еще более низкая отрицательная реальная ставка в Бразилии и Индии.



Источник: Росстат, ЦБ РФ, Bloomberg, «ФИНАМ»



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 ПРО
ТМТ сектор

Аседова Наталия, аналитик
Потребительский сектор

Калачев Алексей, старший аналитик
Сырьевой сектор

Ковалев Александр, аналитик
Сектор электроэнергетики

Коренев Алексей, аналитик
Финансовый сектор

Пырьева Наталия, младший аналитик
Промышленный сектор

Саидова Зарина, старший аналитик
Сектор здравоохранения

Семченков Иван,
Нефтегазовый сектор и альтернативная энергетика

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 АО «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 составлен с максимально 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.