

4 сентября 2018 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист
(+7 495) 795-3677

Точка зрения

Валерия Волгарева

Аналитик

Повышение ставки: не следует преувеличивать риски

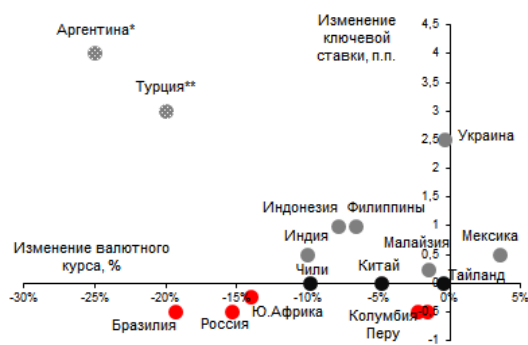
(+7 495) 780-4724

Россия входит в число 13 стран развивающихся рынков, которые не повысили процентную ставку в этом году, но 8% ослабление курса рубля в августе создало опасения, что политика ЦБ может измениться. На наш взгляд, эти страхи преувеличены: годовая инфляция в России все еще находится на уровне всего 2,4% г/г, ЦБ прилагает усилия по стабилизации курса рубля, приостановив покупки валюты для Минфина, и повышение ставки не выглядит подходящей мерой для борьбы с риском санкций. Мы ожидаем, что регулятор ужесточит риторику своих комментариев на заседании 14 сентября. При этом маловероятно, что повышение ставки будет всерьез рассматриваться до 2К19; в нашем базовом сценарии мы по-прежнему предполагаем, что ставка имеет значительные шансы остаться неизменной на протяжении основной части 2019 г.

Падение рубля на 8% в августе спровоцировало опасения возможного повышения процентной ставки в России: Недавняя паника на российском валютном рынке, вызванная опасениями новых санкций, снижением интереса к развивающимся рынкам, дискуссией по поводу повышения налогообложения металлургических компаний и опасениями по поводу китайской макростатистики (см. наш обзор "Ruble exchange rate – update on current developments" от 10 августа), спровоцировала ослабление рубля на 8% до 67-68 руб./\$ в августе и вызвала разговоры о возможном ужесточении монетарной политики ЦБ. Россия входит в число 13 стран развивающихся рынков, которые не повышали ставку на протяжении этого года, тогда как в оставшихся 10 странах ставки шли вверх, включая Аргентину и Турцию, которые повысили ставку наиболее значительно (см. Рис. 1). Хотя по опросу, проведенному Bloomberg в июне-июле, ни один из аналитиков не ожидал повышения ставки в России в этом году, по недавним данным три из 17 аналитиков теперь прогнозируют повышение ключевой ставки ЦБ РФ до конца этого года (см. Рис. 2). На наш взгляд, подобные ожидания преувеличены – мы считаем, что ЦБ постарается сохранить ставку неизменной как можно дольше, делая ее якорем экономических ожиданий, и не заинтересован в ее быстром повышении.

Следует ожидать ужесточения риторики ЦБ на заседании 14 сентября: До последнего времени коммуникация ЦБ не указывала ни на какое повышение ставки в ближайшем будущем, такая опция просто не упоминалась в релизах ЦБ и обсуждаемая теперь опция повышения ставки попросту нарушила бы предсказуемость монетарной политики. В начале этого года монетарные власти были настроены крайне оптимистично в отношении своих возможностей по понижению ставки, прогнозируя понижение номинальной ставки до диапазона 6,0-7,0% в этом году. После сильного роста волатильности на рынке в апреле ЦБ был вынужден ужесточить риторику; и все же в своем комментарии по ставке от июня-июля регулятор все еще указывал на существование потенциала для дальнейшего снижения ставки, прогнозируя нормализацию монетарной политики в 2019. Основываясь на сегодняшнем комментарии главы ЦБ РФ Эльвиры Набиуллиной о том, что появился ряд факторов, которые могут способствовать повышению ставки, мы ожидаем, что на следующем заседании ЦБ 14 сентября произойдет ужесточение риторики регулятора. Тем не менее, пока еще есть вероятность того, что после ноября санкционные риски заметно ослабнут и ситуация на рынке стабилизируется. По этой причине и учитывая, что до конца этого года осталось всего три заседания ЦБ – 14 сентября, 26 октября и 14 декабря – вероятность повышения ставки до конца года представляется крайне низкой.

Рис. 1: Изменение валютного курса и ключевой ставки в 2018, % и п.п. с начала года

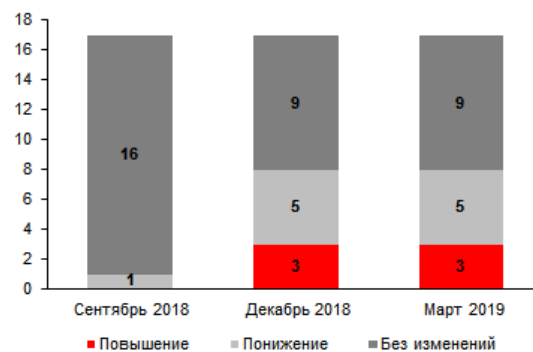


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

*Аргентина – изменение ставки +30,5 п.п.; изменение курса -45%

**Турция – изменение ставки +9,75 п.п.; изменение курса -42%

Рис. 2: Кол-во аналитиков, ожидающих повышения/понижения/неизменной ставки



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Аналитический отдел research@alfabank.ru

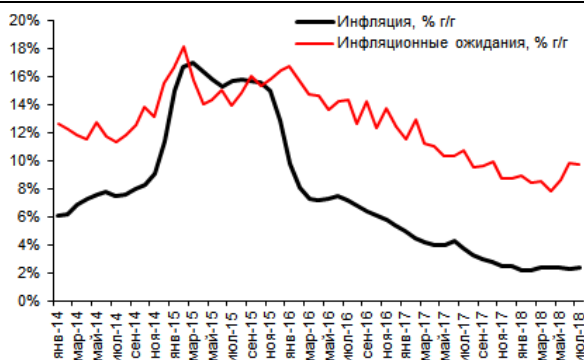
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Решение о повышении ставки будет зависеть от инфляционного тренда: Любое повышение ставки произойдет только в случае ускорения инфляции – тем не менее, в настоящее время инфляционный тренд выглядит не так уж плохо. На конец июля инфляция составила всего 2.4% г/г, и в июле месячная инфляция (0,3% м/м) оказалась в два раза ниже наших ожиданий, так как рост цен на непродовольственные товары стабилизировался на уровне 3,8% г/г. Учитывая, что ранее с апреля в России наблюдался быстрый рост цен на бензин, мы считаем, что трансмиссионный эффект от ослабления рубля на инфляцию сейчас слабее, чем был ранее. По нашим прогнозам, годовая инфляция составит 3,0-3,3% г/г к концу 3К18, и наш ориентир по инфляции в 3,8% г/г к концу этого года все еще остается нашим базовым сценарием. Наихудший сценарий этого года будет в том случае, если инфляция ускорится до 4,0-4,2% г/г – и даже достижение этого уровня все еще не означает неизбежного изменения ключевой ставки. Инфляционные ожидания остаются гораздо выше инфляции (9,9% г/г), согласно последним опросам общественного мнения (см Рис. 3); тем не менее, пока они не провоцируют более быстрого в сравнении с ожиданиями роста цен, они не будут требовать ответной реакции ЦБ.

Инфляция в 4,0-4,5% г/г является важным ориентиром для действий ЦБ: В недавнем пресс-релизе по ставке, прогнозируя продолжение понижения ставки в 2019 г., ЦБ оповестил рынок об ожидаемом краткосрочном всплеске в инфляции в 2019 г. Изначально ожидалось, что ускорение роста цен будет связано с планируемым повышением НДС с 18% до 20%, которое, по ожиданиям ЦБ, вызовет рост ИПЦ до 4,0-4,5% г/г в 2019. На практике, тем не менее, довольно сложно провести разграничение между трансмиссионным эффектом и эффектом от повышения НДС – де факто коммуникация ЦБ означает, что пока инфляция не превышает уровень 4,0-4,5% г/г, движение ставки вверх не выглядит необходимым.

Прекращение покупки валюты для Минфина говорит против сценария повышения ставки: Ожидания повышения ставки в России связаны с тем, что Россия – одна из немногих стран, которая до сих пор не пыталась стабилизировать свою валюту через повышение ставки. Тем не менее, мы считаем, что такие действия полностью согласуются с тем, что отток капитала из России не связан с опасениями долгового кризиса, а вызван опасениями санкций и, следовательно, не может быть остановлен ростом стоимости денег. ЦБ, судя по всему, скорее предпочитает инструменты прямого воздействия на рынки, нежели движение ставки. Пару месяцев назад, чтобы охладить рост неипотечного кредитования, регулятор объявил о скором ужесточении регулирования этого сегмента. Недавно, решая проблему нестабильности валютного рынка, ЦБ решил приостановить покупки валюты для Минфина, которые составляли 16 млрд руб. в день (примерно \$0,2 млрд) или \$6 млрд в месяц (см Рис. 4). Согласно заявлению регулятора, пауза в покупке валюты продолжится до конца сентября; за этот период ЦБ переведет необходимый объем валюты Минфину из своих собственных резервов, что позволит курсу рубля воспользоваться ростом мировых цен на нефть. Решение изменить механизм применения бюджетного правила выглядит альтернативой повышению ставки и говорит о желании ЦБ не торопиться с использованием этой меры.

Рис. 3: Инфляция и инфляционные ожидания в России, % г/г



Источники: Росстат, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 4: Среднемесячный курс рубля, руб./\$ и объем покупок валюты Минфином, \$ млрд



Источники: Минфин, Bloomberg, Альфа-Банк

Неизменная ставка – наш базовый сценарий до конца этого года и на будущий год; повышение ставки крайне маловероятно ранее 2К19: Ожидания повышения ставки, распространившиеся на рынке, свидетельствуют о недоверии самой идеи плавающего валютного курса. При фиксированном курсе локальные ставки подвержены повышенной волатильности, а банковский рынок нестабилен; плавающий же курс позволяет ЦБ предотвратить волатильность процентной ставки и переложить нестабильность на обменный курс. Это предполагает, что ключевая ставка играет роль якоря для финансовой системы и маловероятно, что ЦБ будет склонен повышать ставку немедленно, особенно в свете того, что он был крайне осторожен в ее снижении в предыдущие годы. В случае реализации нашего базового сценария, который предполагает снижение опасений санкций после ноября, мы ожидаем, что ЦБ сохранит ставку без изменений не только в этом году, но и в течение большей части всего будущего года. Повышение ставки выглядит очень неблагоприятной мерой, учитывая ухудшение перспектив экономического роста России на будущий год. И даже в случае негативного развития мировых событий, повышение ставки вряд ли произойдет так быстро, как это ожидает рынок. Мы считаем, что маловероятно, что возможное повышение ставки состоится ранее 2К19; только когда инфляция ускорится до такого уровня, что станет угрозой для ориентира ЦБ в 4,0-4,5% в 2019 г, денежные власти будут готовы использовать процентную ставку.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Аналитический отдел

Телефон/Факс

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Руководитель Аналитического департамента
Макроэкономика

Борис Красноженов
Наталья Орлова, Ph.D, Наталья Лаврова, Валерия
Волгарева

Металлы и горная добыча
Потребительский сектор, Интернет
Банки

Борис Красноженов, Юлия Толстых
Александра Мельникова, Олеся Воробьева
Евгений Кипнис

Аналитическая поддержка российских клиентов

Гельды Союнов, Алан Казиев

Перевод

Анна Мартынова

Редактор

Джон Волш

Техническая поддержка

Денис Дорофеев

Торговые операции и продажи

Телефон

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Продажи российским и иностранным клиентам

Константин Шапшаров, Александр Зоров, Светлана
Голодинкина

Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2018 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, в которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому и инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации и на территории и других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.