

22 марта 2019 г.

Наталья Орлова, Ph.D.  
Главный экономист  
(+7 495) 795-3677

## Ключевая ставка ЦБ

Ставка осталась 7,75%, пресс-релиз отличается осторожным оптимизмом

**ЦБ, как и ожидалось, сохранил ставку на прежнем уровне 7,75%, риторика пресс-релиза осторожна:** ЦБ сохранил ключевую ставку без изменений, на уровне 7,75%, что соответствует прогнозу 39 аналитиков, опрошенных агентством Bloomberg. В ответ на более медленную в сравнении с ожиданиями инфляцию и смягчение риторики ФРС, комментарий ЦБ теперь говорит о возможности понижения ключевой ставки до конца этого года. Тем не менее, мы приветствует тот факт, что этот шаг будет обусловлен как динамикой инфляционных ожиданий, которые остаются повышенными, так и масштабом дополнительного эффекта от повышения НДС, который все еще может проявиться в ближайшие месяцы. Новый ориентир ЦБ по инфляции на 2019 г. в 4,7-5,2% г/г против предыдущего 5,0-5,5% г/г также говорит о склонности к осторожной монетарной политике.

**Мы ожидаем, что инфляция останется выше 5,0% г/г до конца 3К19:** Первая причина, по которой мы разделяем осторожный взгляд ЦБ, связана с тем, что более низкая в сравнении с ожиданиями инфляция в начале этого года, которая движется в интервале 5,0-5,5% г/г, не гарантирует быстрого замедления годовой инфляции до 4%-го ориентира ЦБ. Согласно нашим ожиданиям, годовая инфляция сохранится выше 5,0% г/г до конца 3К19. Помимо отложенного эффекта от повышения НДС, мы также обеспокоены решением продлить заморозку розничных цен на бензин до июля – это добавит неопределенности к прогнозу по инфляции, особенно в случае продолжения роста цен на энергоносители.

**Быстрый рост розничного кредитования говорит против снижения ставки...** Мы также обеспокоены более быстрым в сравнении с ожиданиями ростом розничного кредитования. В феврале темп роста этого рынка ускорился до 23,5% г/г, что указывает на то, что попытки ЦБ контролировать этот сегмент макропруденциальными инструментами не принесли результата. На фоне продолжающегося замедления роста рублевых розничных депозитов до уровня ниже 8,0% г/г, минимального уровня с 2015 г., эта статистика говорит о нежелательности снижения процентной ставки.

**..также как и неопределенность по динамике доходов населения:** В-третьих, усиление неопределенности по поводу динамики доходов также говорит против снижения ставки. Росстат перешел от ежемесячной к поквартальной публикации статистики по доходам, что сильно усложняет анализ устойчивости потребительского роста. Мы также считаем, что рост номинальных зарплат на 6,0% г/г за 2М19 и рост оборота розничной торговли на уровне 1,8% г/г за аналогичный период означают, что динамика потребления остается достаточно сильной.

**Смягчение риторики ФРС нейтрализуется опасениями замедления мировой экономики:** Более оптимистическая риторика ФРС в некотором смысле играет в пользу прогноза ЦБ по возможному понижению ставки позже в этом году. Однако, поскольку изменение приоритетов монетарной политики США связано с ростом опасений по поводу роста мировой экономики, то внешняя среда остается для России достаточно неблагоприятной.

**Наш базовый сценарий предусматривает сохранение ставки на уровне 7,75% на следующем заседании ЦБ 26 апреля:** В целом мы считаем, что сегодняшний пресс-релиз скорее указывает на то, что сценарий повышения ставки больше не стоит на повестке дня, но не дает гарантий снижения ключевой ставки. Мы считаем, что ЦБ сделал выводы из ситуации 1П18, когда своей риторикой он создал избыточно позитивные ожидания на рынке, крах которых позже вызвал сильную волатильность и заставил ЦБ дважды повысить ставку в 2П18. Мы полагаем, что ЦБ сохранит ставку на прежнем уровне на заседании 26 апреля и ожидаем, что пауза на уровне 7,75% может оказаться продолжительнее, чем этого ожидает рынок.

### График заседаний ЦБ в 2019 г. и наши ожидания по ключевой ставке

26.04.2019	14.06.2019	26.07.2019
7,75%	7,75%	7,75%

Источники: Росстат, 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.

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

### Аналитический отдел

Телефон/Факс

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

(7 495) 795-3676

Руководитель Аналитического департамента  
Макроэкономика  
Металлы и горная добыча  
Потребительский сектор, Интернет  
Банки  
Телекомы, Медиа и ИТ  
Аналитическая поддержка российских клиентов  
Перевод  
Редактор  
Техническая поддержка

Борис Красноженов  
Наталья Орлова, Ph.D, Наталья Лаврова  
Борис Красноженов, Юлия Толстых  
Евгений Кипнис, Олеся Воробьева  
Евгений Кипнис  
Анна Курбатова  
Гельды Союнов, Алан Казиев  
Анна Мартынова  
Джон Волш  
Денис Дорофеев

### Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам  
Группа продаж Альфа-Директ

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

Константин Шапшаров, Александр Зоров  
(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2019 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 и, 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