

Монетарная политика РФ

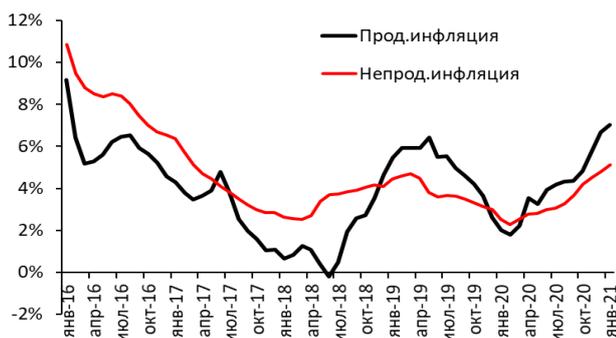
Ориентируясь на прошлое, упуская будущее?

12 февраля ЦБ РФ объявил о завершении цикла понижения ставки и указал на то, что теперь он будет принимать решение относительно сроков и темпов возвращения ставки, которая сейчас находится на уровне 4,25%, к нейтральному диапазону номинальной ставки 5-6%. Это решение оправдано (1) недавним ускорением инфляции и (2) менее глубоким в сравнении с ожиданиями ЦБ спадом ВВП за 2020 г., но в контексте вызовов 2021 года оно выглядит неоднозначным: центробанки развитых стран могут поддерживать низкие ставки в течение длительного времени, бюджетная политика РФ на ближайшие годы должна быть жесткой, а внезапность ускорения инфляции в 2020 г. не снимает рисков ее резкого замедления на горизонте года-двух. Мы интерпретируем комментарии ЦБ как желание повысить ставку на 25 б.п. уже в ближайшее время, и заседание 23 апреля представляется нам оптимальным моментом для этого шага; при этом сочетание повышения налоговой нагрузки и неожиданного роста стоимости денег однозначно ухудшает контекст экономического роста 2021-2022гг.

ЦБ сообщил о завершении цикла понижения ставки: 12 февраля ЦБ сохранил ставку на прежнем уровне 4,25%, однако объявил о завершении цикла понижения ставки и указал, что теперь будет принимать решения относительно сроков и темпов возвращения к нейтральной монетарной политике, то есть к нейтральному диапазону номинальной ставки 5,0-6,0%. Мы считаем это решение слишком жестким и по ряду причин воспринимаем его как негативный сюрприз. Во-первых, изменение риторики ЦБ по сравнению с предыдущим заседанием слишком радикально – еще в декабре ЦБ намекал на возможность понижения ставки, тогда как теперь он уже мыслит в режиме ее повышения; более правильно было бы дать экономике сигнал о паузе, особенно в свете того, что де факто снижения ставки не происходило последние 7 месяцев, хотя ЦБ продолжал ориентировать рынок на снижение стоимости денег. Во-вторых, план возвращения к уровню ставки 5,5%, то есть к середине нейтрального коридора номинальной ставки, объявлен менее чем через год после того, как ставка была понижена с этого уровня, – напомним, что ЦБ понизил ставку на 100 б. п. с 5,5% до 4,5% в июне 2020 г.; более того, слова главы ЦБ о том, что денежная политика 2021 года останется мягкой «в среднем» подразумевают, что ставка может оказаться внутри интервала нейтральности уже до конца этого года. Наконец, в-третьих, мы считали, что повышение ставки должно было произойти после отмены специальных мер поддержки, например, льготной ипотеки, и после полной нормализации банковского регулирования, которое было смягчено на время кризиса, а не до этого. И, конечно, серьезной дестабилизацией ожиданий стало то, что пауза между настроем ЦБ на снижение ставки и его решением ужесточить политику составила всего два месяца.

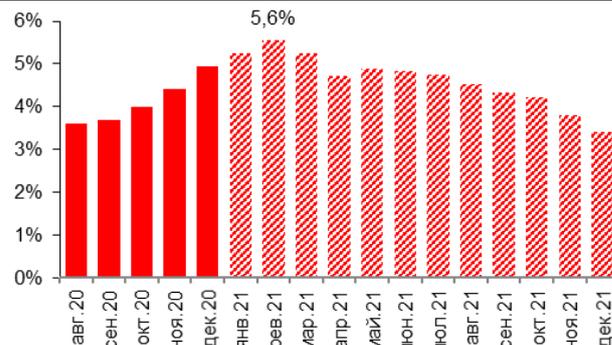
Текущий скачок инфляции, вероятно, был главной причиной, которая стоит за решением ЦБ: Анализируя решение ЦБ в контексте предыдущих месяцев, мы считаем, что главным аргументом в пользу изменения риторики стала превысившая ожидания инфляция. Россия завершила 2020 г. с превышающей ориентир ЦБ цифрой по инфляции – она составила 4,9% г/г на конец прошлого года, сильно ускорившись с 4,0% г/г в октябре 2020 г.; уровень инфляции в январе 2021 г., составил 5,2% г/г, что также выше ожиданий. Тем не менее, этот всплеск инфляции, главным образом, вызван сильным ростом цен на продукты питания, которые выросли на 7,0% г/г по состоянию на январь (см Рис. 1); непродовольственная инфляция, хотя также ускорилась, в январе оставалась на более низком уровне 5,8% г/г. При этом, мы ожидали, что ЦБ отнесется более терпимо к этому скачку инфляции: во-первых, из-за того, что продовольственная инфляция обусловлена слабыми данными по производству в некоторых сельскохозяйственных сегментах в этом году, и подобная слабость предложения не должна быть компенсирована инструментами монетарной политики. Во-вторых, из-за недавнего восстановления цен на нефть эффект переноса, вероятно, будет сдерживать инфляцию в непродовольственном сегменте в дальнейшем. В-третьих, несмотря на повышение цели по инфляции в 2020 г., последние 4 года (2017-2020) средняя инфляция в России находилась на уровне 3,6% г/г, что вполне позволяет ЦБ РФ взять паузу, прежде чем объявить о намерении повышать ставку. Наконец, ЦБ и сам считает, что годовая инфляция достигнет пика в феврале-марте 2021г., что соответствует и нашему мнению (см Рис 2); после этого индикатор инфляции в годовом выражении будет замедляться, что означает, что планируемое ЦБ повышение номинальной ставки будет сопровождаться гораздо более быстрым повышением реальных ставок в экономике.

Рис. 1: Продовольственная и непродовольственная инфляция в России, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Рис. 2: Фактическая годовая инфляция и прогноз, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Меньший в сравнении с ожиданиями разрыв выпуска является еще одним объяснением решения ЦБ об ужесточении монетарной политики: Еще одним фактором, который может стоять за решением ЦБ перейти к повышению ставки, является менее глубокий в сравнении с ожиданиями спад российской экономики в 2020 г. ЦБ еще в октябре подтвердил свой крайне консервативный прогноз спада ВВП на 4-5% по итогам прошлого года, поэтому фактическая цифра спада ВВП на 3,1% стала позитивным сюрпризом для монетарных властей, свидетельствуя о меньшем в сравнении с ожиданиями отрицательном разрыве выпуска. В то же время ЦБ ранее говорил о том, что отрицательный разрыв выпуска удастся закрыть на горизонте 2022 г., что звучит крайне амбициозно: в базовом сценарии монетарные власти ожидают, что рост российского ВВП составит 3-4% в 2021 году и 2,5-3,5% в 2022, тогда как в 2016-2019 среднегодовой рост ВВП составил всего 1,7%. При этом консенсус прогноз роста ВВП на 2021 год сейчас чуть ниже 3% г/г, а на 2022 год – около 2,5% г/г, что означает, что отрицательный разрыв выпуска по мнению рынка вряд ли закроется так быстро, как ожидает ЦБ, и, таким образом, скорость восстановления экономики вряд ли можно считать весомым аргументом для повышения ставки.

Индикаторы российского банковского сектора – аргумент в поддержку монетарного ужесточения: Индикаторы российского банковского сектора традиционно являются сильным аргументом в поддержку жесткой политики ЦБ. Статистика российской банковской системы показывает сильное снижение доли срочных вкладов населения с 74% розничного фондирования год назад до 65% в декабре 2020; широко обсуждается, что российские домохозяйства увеличили свои инвестиции в финансовые рынки, в частности в рынок акций. Учитывая существенный всплеск аппетита к риску, мы считаем, что повышение ключевой ставки на 100 или 200 б. п. вряд ли изменит предпочтение населения к финансовым инвестициям: по оценкам, примерно 7% активов российских домохозяйств, которые инвестируются в рынки напрямую, вложено в акции иностранных компаний, и совокупная доля инвестиций населения в рынки акций оценивается на уровне около 20% от финансовых активов домохозяйств. Другой момент связан с тем, что и до 2020 статистика банковского сектора также давала аргументы в пользу жесткой монетарной политики: прошлые опасения были, главным образом, сосредоточены на рисках кризиса розничного кредитования, но и рост депозитов до востребования также привлекал внимание экспертов. Но в прошлом сигналы банковского сектора не мешали ЦБ снижать ставку, поэтому было бы логично предположить, что статистика по банковскому сектору и сейчас не будет веским аргументом для решений монетарной политики в глазах регулятора.

Мировая конъюнктура низких процентных ставок идет вразрез с планом ужесточения ЦБ: Контекст монетарной политики в мире выглядит наиболее спорным фактором, который, несомненно, должен учитываться при нормализации монетарной политики ЦБ РФ. Хотя рынки демонстрируют нервозность по поводу возможного ужесточения политики центробанков в развитых странах, большое количество международных экспертов все же полагают, что период низких процентных ставок продлится очень долго. Развитые экономики максимально хорошо позиционированы, чтобы выиграть от повышения производительности труда после пандемии и, таким образом, скорее всего, будут демонстрировать ускорение траекторных темпов роста экономик, позволяя центробанкам охранять низкие ставки на продолжительный период без формирования избыточных инфляционных рисков. Прошлогоднее понижение ставки ЦБ РФ также выглядит вполне средним по меркам стран СФР. И поскольку снижение ставки ЦБ в 2020 году не было чрезмерным, и конъюнктура низких ставок в мире может сохраниться надолго, нам кажется, что резкое ужесточение риторики было бы оправдано только значительными рисками ослабления валютного курса. Но при нынешнем уровне цен на нефть в курсе рубля заложена такая значимая санкционная премия (около 10 руб./долл.), что сценарий серьезной девальвации рубля не выглядит реалистичным в этом году.

Ужесточение монетарной политики в 2021 году добавится к жесткой налоговой политике: Главный аргумент против ужесточения политики ЦБ РФ связан с тем, что опасения по поводу возможного ужесточения монетарной политики в других странах в данный момент неразрывно связаны с ожиданиями сохранения мягкой бюджетной политики на 2021 год. Но в России контекст принципиально иной. Ужесточение риторики ЦБ в 2021 году будет накладываться на ужесточение бюджетной политики в форме повышения налогов для частных лиц (введение прогрессивной шкалы налога на прибыль и введение налога на доходы по депозитам) и для корпоративного сектора (имеется ввиду рост налоговой нагрузки на металлургические компании). Даже если из-за недавнего всплеска протестной активности в России правительство расширит пакет социальной помощи, долгосрочным приоритетом правительства остается обеспечение снижения цены на нефть, балансирующей бюджет, ввиду роста опасений по поводу ужесточения стандартов качества для сырьевых рынков на фоне борьбы с климатическими изменениями. Таким образом, в отличие от развитых экономик, где правительства будут стимулировать восстановление мерами бюджетных политик, Россия столкнется с жесткой бюджетной политикой не только в 2021 г., но и в последующие годы. Кроме того, учитывая, что российский госдолг вырос до 19% ВВП, и годовые процентные расходы бюджета ожидаются на уровне примерно 1% ВВП в 2021 г., повышение ставки может иметь косвенный негативный эффект, спровоцировав новую волну мер по повышению налогов.

Таблица 1. Основные факторы монетарной политики ЦБ РФ

	Текущий тренд	Ожидания на 2021г.	Влияние на решение по ставке
Динамика инфляции	Высокая инфляция в начале 2021г., ускорение вызвано, главным образом, ростом цен на продукты питания	Увеличение производства с/х товаров и устойчивый курс рубля на фоне восстановления цен на нефть в этом году должны обеспечить замедление инфляции ниже 4% к концу года	Аргумент в пользу паузы в снижении ставки, но не в пользу повышения
Монетарная политика других стран	Низкие ставки в развитых экономиках могут сохраняться длительное время благодаря увеличению производительности труда и ускорению траекторного роста	С учетом планов ФРС и ЕЦБ сохранять ставки неизменными и увеличивать балансы, внешний контекст вряд ли создаст давление на внутренние ставки	Аргумент в пользу паузы
Разрыв выпуска	Значительный отрицательный разрыв выпуска	Тезис о возможном закрытии отрицательного разрыва выпуска в 2021г крайне спорный	Аргумент в пользу паузы
Бюджетная политика	Ожидаемая бюджетная консолидация в 2021г. с сокращением номинальных расходов на 5% г/г и ростом налоговой нагрузки	Некоторые дополнительные социальные расходы возможны накануне выборов в Думу в сентябре 2021г, но этот фактор не меняет общий контекст бюджетной политики	Аргумент в пользу понижения ставки
Банковский сектор	Сильное увеличение прямых инвестиций населения на финансовых рынках и повышение спроса на долгосрочные кредиты	Спрос на ипотеку может быть поставлен под контроль за счет отмены льготной ипотеки; население увеличивает инвестиции в рынок акций, и вряд ли повышение ставки на 100-200 б. п. изменит этот тренд	Аргумент в пользу повышения ставки

Источники: Альфа-Банк

Повышение ставки на 25 б. п. 23 апреля кажется наиболее реалистичным сценарием: Учитывая снижение ВВП на 2,4% г/г в январе 2021г, повышение ставки ЦБ уже на ближайшем заседании 19 марта представляется нам достаточно затруднительным, если только инфляция не достигнет 6,0% г/г в ближайшее время. Зато апрельское заседание 23 апреля может стать подходящим моментом – за счет эффекта базы рост экономики с апреля будет очень значительным, и это даст возможность ЦБ перейти к обещанному ужесточению, не опасаясь критики. Таким образом, мы ожидаем повышения ставки на 25 б. п. на заседание 23 апреля – публикация траектории ставки, которую глава ЦБ анонсировала на своей последней пресс-конференции назначена также на апрель, что позволит ЦБ частично сгладить негативный эффект от повышения, предоставляя рынку более долгосрочные ориентиры по движению ставки.

Контакты/Дисклеймер

Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495) 795-3712

Москва, Россия 107078
795-3712

Начальник дирекции Ценных бумаг
+7 (495) 7857404

Михаил Грачев
mgrachev@alfabank.ru

Начальник управления Акции
+7 (495) 228 8828

Константин Шашаров
kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел

Начальник отдела

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D. norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677

Анна Киюцевская AKiyutsevskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Стратегия

Джон Волш jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юля Толстых yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

Радмир Фаттахов

rifattakhov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

Нефть и Газ

Никита Блохин NBlokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Торговые операции и продажи (Москва)

Международные продажи

Александр Зоров azorov@alfabank.ru
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина sgolodinkina@alfabank.ru
+7 (495) 785-7416

Торговые операции

Артем Белобров abelobrov@alfabank.ru
+7 (495) 785-7414

Потребительский

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Финансы

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Перевод

Анна Мартынова amartynova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3676

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

РЕПО

Вячеслав Савицкий vsavitskiy@alfabank.ru
+7 (495) 783-5107

Олег Морозов omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Альфа Директ

+7 (495) 786-4886

© Альфа-Банк, 2021 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 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. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, 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 распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. 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 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 на территории 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.