Дальнейшая траектория ставки Банка России: что ждать?

Евгений СУВОРОВ,
экономист, банк Центрокредит, автор Telegram-канала «MMI»

Итоговое решение регулятора по итогам заседания 25 апреля относительно непосредственно ставки никаких сюрпризов не принесло — «ключ» оставлен на отметке в 21% годовых, но можно сделать некоторый вывод, что сигнал стал всё-таки несколько помягче. Итак, что же изменилось в тональности Банка России?

В рознице видна стабилизация потреб- и автокредита и оживление в ипотеке

Если в марте указывалось, что «…если динамика дезинфляции не будет обеспечивать достижение цели, то будет рассмотрен вопрос о повышении ключевой ставки…», то уже по итогам апрельского заседания тон определенно смягчился: «…дальнейшее решение по ключевой ставке будет приниматься в зависимости от скорости и устойчивости снижения инфляции и инфляционных ожиданий…».

Если в марте указывалось, что «…на среднесрочном горизонте баланс рисков для инфляции по-прежнему смещен в сторону проинфляционных, и основные проинфляционнные риски связаны с сохранением отклонения российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста и высоких инфляционных ожиданий, а также ухудшением условий внешней торговли…», то в апреле: «…дезинфляционные риски связаны с более значительным замедлением темпов роста кредитования и внутреннего спроса под влиянием жестких ДКУ, также дезинфляционное давление может иметь и улучшение внешних условий в случае снижения геополитической напряженности…».

На заседании рассматривался только вариант сохранения ставки, обсуждались нюансы сигнала. На данный момент замедление инфляции неоднородно по корзине: цены реагируют на повышение ключевой ставки с разным лагом в различных сегментах потребительского рынка, товары длительного пользования чаще берут в кредит — реакция сильнее.

Наблюдаемое замедление темпов роста цен происходит не по всему спектру товаров и услуг, значит, на данный момент несколько затруднительно сделать вывод об устойчивости скорости снижения общего темпа роста цен. Ключевой момент для дальнейшего принятия решений — нужно, чтобы для устойчивой дезинфляции присутствовало дальнейшее снижение инфляционных ожиданий. Необходимо также отметить, что влияние непосредственно бюджета на кредитование определенно уменьшилось, но кредитование продолжает расти достаточно умеренно — и это связано

не с предложением кредита, а со спросом на него.

Довольно интересны тезисы относительно курса рубля: сейчас это довольно тонкий момент для бюджета, так как крепкий рубль вкупе с удешевлением нефти (Urals недавно опускался ниже отметки в $50 за баррель) создают довольно сложную ситуацию для ведомства Антона Силуанова. ЦБ уверяет, что продление или непродление указа о репатриации и продаже валютной выручки на курс не влияет, а по сравнению с мартовским заседанием выросла склонность более значительную часть укрепления рубля с начала года относить на более устойчивые факторы, в том числе связанные с ДКП, но ЦБ не готов отнести всё укрепление рубля на действие денежно-кредитной политики. В любом случае об устойчивом укреплении курса говорить преждевременно (мы не удивляемся именно такой риторике регулятора).

Что будет делать ЦБ: если будет происходить значимое устойчивое укрепление котировок национальной валюты, это будет учитываться в решениях по денежно-кредитной политике в той мере, в которой это влияет на инфляцию. Но если всё же укрепление курса будет иметь устойчивый характер, то это вполне может начать означать, что создается некоторое пространство для более раннего снижения ключевой ставки.

На риторику ЦБ сейчас влияет целый спектр факторов:

• Многие говорят, что победа над инфляцией (мы призываем не торопить события) — это исключительно укрепление рубля. Но с чего рубль-то укрепился? Именно из-за политики ЦБ! Да, это произошло не сразу, с большим лагом. Но именно так и работает валютный канал трансмиссионного механизма при полузакрытых рынках и экономике. Об этом ЦБ говорил еще в 2022 г., когда объяснял, что дотянуться ставкой до рубля теперь будет дольше. Но ставка всё равно — основной фактор, влияющий на рубль. На самом деле, не всё еще хорошо с инфляцией. Настоящая боль — это услуги. Именно здесь мы ярче всего видим проявление перегретого спроса.

• В рознице видна стабилизация потреб- и автокредита и оживление в ипотеке. ЦБ: «Выдачи ипотеки выросли на умеренные 13 % (257 после 227 млрд руб. в феврале). Основной объем кредитов (87 %) выдан в рамках госпрограмм (224 млрд руб., +13 %). По «Семейной ипотеке» выдачи 197 после 174 млрд руб. месяцем ранее». Выдача рыночной ипотеки: 33 после 29 млрд руб. в феврале. Рост кредитного портфеля в пределах 1 % в месяц — это +/– нормально. Но если в 2К25 мы вернемся к более высоким темпам, то ЦБ придется задуматься о необходимости дальнейшего повышения ставки.

• Что касается недавно опубликованной уточненной оценки ВВП за 2024 г. и актуализации квартальных рядов со стороны Росстата: оценка роста ВВП в 2024 г. повышена с 4.1 до 4.3 %, рост ВВП в 4К24 резко ускорился — с 0.9 до 1.6 % qq sa, прирост ВВП в 4К24 составил 4.5 % годовых (3.3 % годовых в 3К24).

Получается, что сильное ужесточение ДКП никак не помешало ускорению экономики почти что вдвое? Это не совсем правильная трактовка. Столь мощное ускорение произошло благодаря увеличению госрасходов. Его ощутили преимущественно предприятия военной промышленности. Именно скачок совокупного спроса в условиях ограниченных ресурсов и привел к резкому разгону инфляции в 4К24, на что ЦБ и был вынужден реагировать повышением ставки. В 1К25 темпы роста снизились, но говорить о возвращении на сбалансированную траекторию роста пока рано. Перегрев экономики определенно сохраняется, но шансы осуществить soft landing (то есть избежать рецессии) имеются.

• Прибыли предприятий. Рост сальдированного финансового результата вдвое выше, чем инфляция. Это говорит о том, что бизнес переложил на потребителя не только все свои возросшие издержки, но и сильно больше. Такое может происходить лишь при перегретом спросе. На конкурентном рынке при сдержанном спросе переложить издержки в цены сложно, поэтому происходит снижение прибыли. Скачок прибылей в начале 2025 г. — это хорошая подпорка и для роста инвестиций, и для дальнейшего повышения зарплат. Динамика прибылей при высокой инфляции говорит о том, что проблема перегретого спроса пока не решена.

• Опросы предприятий Банком России вновь подтверждают, что экономика адаптировалась к 21-й ставке — **продолжает расти, но уже не так быстро, как ранее**. ИБК: 4.8 vs 4.7 месяцем ранее (в среднем за 1К25 — 4.9 vs 4.4 в 4К24), ценовые ожидания: 19.8 vs 20.1 (баланс ответов), индекс инвестиций: в 1К25 3.5 vs 4.1 в 4К24, загрузка производственных мощностей: в 1К25 79.3 vs 80.6 в 4К24.

Перегрев уходит, и это открывает возможности для смягчения денежно-кредитной политики. Но так

Опросы предприятий Банком России вновь подтверждают, что экономика адаптировалась к 21-й ставке

как инфляционные ожидания населения пока еще слишком высоки (в апреле даже немного выросли, бюджетные риски нарастают, а дефицит трудовых ресурсов никуда в обозримом будущем не исчезнет (пока такая большая часть ресурсов занята в военной сфере)), то спешить со снижением ставок, конечно же, не надо.

• Требования банков к экономике в нормальные годы (когда инфляция была на цели) росли в среднем на 5.2 % в год (в 2016–2019 гг.). В 2020–2022 гг., на которые пришлись два кризиса, деньги создавались намного быстрее: 18.1 % в год. Как следствие, инфляция была выше 8 % годовых. А в 2023–2024 гг., когда началось активное освоение гособоронзаказа, темпы роста ТБкЭ подскочили почти что до 23 % в год (инфляция уже выше 10 %). Действия ЦБ ведут к замедлению роста ТБкЭ (16.1 % годовых в марте). Но это всё еще не согласуется с ценовой стабильностью. Надо меньше 10 % годовых.

Как правильно трактовать сигнал ЦБ? Хотя из пресс-релиза исчезла фраза «Если динамика дезинфляции не будет обеспечивать достижение цели, Банк России рассмотрит вопрос о повышении ключевой ставки», но сохранилось про «продолжительный период проведения жесткой денежно-кредитной политики». А самое главное — в прогнозе прямым образом указано на то, что **вопрос о возможном повышении ключевой ставки окончательно не убран со стола**. Об этом говорит диапазон прогноза среднегодового значения ставки на этот год — 19.5–21.5 %.

Из сигнала исчезло указание на возможность повышения, однако такая возможность осталась в обновленном прогнозе.

Верхняя граница этого диапазона соответствует траектории:

- июнь — 21 %,
- июль — 21 %,
- сентябрь — 22 %,
- октябрь — 23 %,
- декабрь — 23 %.

Нижняя граница этого диапазона соответствует траектории:

- июнь — 20 %,
- июль — 19 %,
- сентябрь — 18 %,
- октябрь — 17 %,
- декабрь — 16 %.

Таким образом, в отношении сигнала можно сказать следующее:

- сигнал немного смягчен по сравнению с мартом;

Мы считаем, что при тех темпах роста, которые прогнозирует ЦБ, разрыв выпуска (перегрев), в котором сейчас находится экономика, закрыть не удастся

- если в марте мы оценивали сигнал как умеренно жесткий, то сейчас он стал ближе к нейтральному, но еще не нейтральный в чистом виде;
- этот сигнал однозначно говорит, что ЦБ не готовится к снижению ставки в июне, но начинает уже задумываться о сроках смягчения ДКП.

Если в марте мы оценивали сигнал как умеренно жесткий, то сейчас он стал ближе к нейтральному, но еще не нейтральный в чистом виде

Прогноз ставки Telegram-канала «MMI»:

- июнь — 21 %,
- июль — 21 %,
- сентябрь — 19 %,
- октябрь — 18 %,
- декабрь — 17 %.

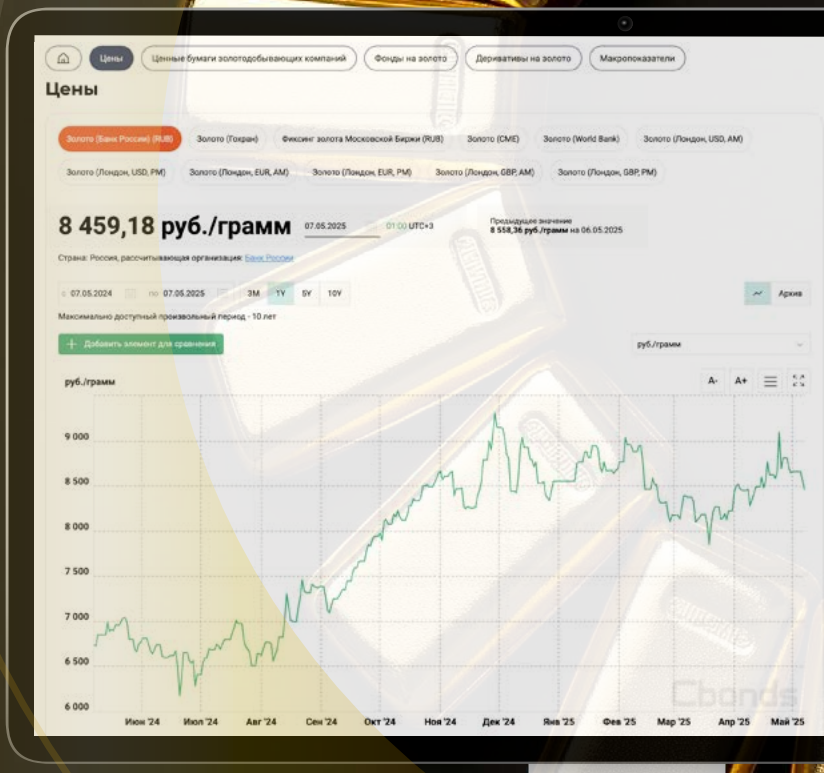
Что касается прогноза, то удивительно, конечно, что он вообще не пересмотрен (за исключением технического сужения диапазона ставки на этот год). Такого не было никогда. Этот факт тем более удивителен, что с февраля случилась просто буря событий: торговые войны и сильное снижение прогнозов по мировой экономике, обвал нефти, укрепление рубля. Но оценки Банка России на этот год в части роста ВВП (1–2 %) и инфляции (7–8 %) не изменились. Просто какой-то островок стабильности! Но, объективно говоря, и прогноз по РФ на этот год МВФ практически не изменил (Россия: 2025 г.: повышена до 1.5 vs 1.4 %) — он находится в точности в середине прогнозного диапазона ЦБ.

Мы считаем, что при тех темпах роста, которые прогнозирует ЦБ, разрыв выпуска (перегрев), в котором сейчас находится экономика, закрыть не удастся. А потому инфляция и в следующем году будет выше 4 %. Более того, наши собственные прогнозы по росту экономики еще выше, чем у ЦБ (ближе к минэковским 2.5 %), поэтому проинфляционные риски, на наш взгляд, весьма значимы (мы опасаемся еще и значимых сюрпризов от Минфина в плане наращивания расходов бюджета). Именно поэтому мы и не ждем быстрого и глубокого снижения ставки в 2П25, на что сейчас (на наш взгляд, ошибочно) настраиваются отдельные участники рынка.

Cbonds

Всё о золоте — просто, ясно, удобно, Cbonds!

- Бюллетень Cbonds по драгоценным металлам
- Мировые котировки по золоту
- Новостная лента и аналитика
- Прогнозы участников рынка
- Облигации и ЦФА, привязанные к золоту
- Информация о золотодобывающих компаниях
- Фьючерсная доска
- Макропоказатели по золоту
- Сравнение графиков золота в различных валютах



rsrch@cbonds.info

Реклама. АО «Сбондс.ру». Подробнее на сайте: https://cbonds.ru