

ЗАСЕДАНИЕ ЦБ РФ: НЕ ВРЕМЯ ДЕЙСТВОВАТЬ

Банк России четвертый раз подряд оставил ставку неизменной (7,5%). Как и до этого, решение ЦБ основывалось на сохраняющемся паритете между проинфляционными и дезинфляционными факторами. Новыми акцентами в позиции ЦБ стали: выделение эффектов внешнего спроса на инфляцию и сдержанное отношение к улучшению инфляционных ожиданий.

Тональность основного ориентира пресс-релиза сохранилась дословно: ЦБ оценит целесообразность повышения ставки при росте проинфляционных рисков. ЦБ отметил, что инфляция может временно опуститься ниже 4% в 2К22.

Банк России четвертый раз подряд сохранил ключевую ставку неизменной (7,5%). Это решение совпало как с нашими ожиданиями, так и с рыночным консенсусом. Во время пресс-конференции сообщалось, что на рассмотрении были два варианта: сохранить ставку (внутренний консенсус ЦБ) или повысить ее (размер шага не обсуждался).

Как и до этого, решение ЦБ основывалось на сохраняющемся паритете между проинфляционными и дезинфляционными факторами. Позитивная сторона формируется текущей статистикой: значительное улучшение инфляционных ожиданий населения, сдержанный рост спроса в праздники, нетипичная весенняя овощная дефляция и восстановление внешнего предложения. Негативная составляющая формируется за счет повышения инфляционных рисков: опасений относительно устойчивости внешнего спроса на основные экспортные товары, высоких темпов бюджетных расходов, перегретого рынка труда, ограничивающего потенциал восстановления предложения в экономике. Подробнее см. [«Прогноз решения ЦБ РФ: будут ли заморозки в марте?»](#).

Новыми акцентами в позиции ЦБ стали: выделение эффектов внешнего спроса на инфляцию и сдержанное отношение к улучшению инфляционных ожиданий. В этот раз ЦБ уделил больше внимания последствиям потенциального сжатия внешнего спроса на российский экспорт. Возможное ослабление рубля, обусловленное снижением экспортных поступлений, может отразиться на инфляционном давлении. Впрочем, к настоящему моменту ослабление рубля за пару последних месяцев не сказалось на динамике потребительских цен. В этих условиях ЦБ осторожно трактует значительное улучшение инфляционных ожиданий населения в марте. Если дальнейшая валютная динамика спровоцирует рост потребительских цен, то инфляционные ожидания населения могут быстро ухудшиться (что уже наблюдалось в феврале). Данная оценка ЦБ полностью совпадает с нашим мнением, отраженным в отчете [«Монитор ИПЦ: романтика все же оставила свой след»](#).

ЦБ оставил нейтральной оценку денежно-кредитных условий. Кредитная активность, несмотря на некоторое замедление в начале года, осталась высокой благодаря корпоративному сегменту. Отмечается и роль бюджетных расходов в увеличении остатков на текущих счетах в банковской системе. В перспективе рост премии за риск в доходностях облигаций и кредитных ставках может дополнительно ужесточить денежно-кредитные условия, сдерживая кредитную активность.

Тональность основного ориентира в пресс-релизе сохранилась дословно: ЦБ оценит целесообразность повышения ставки при росте проинфляционных рисков. При этом, как и ранее, Банк России заострил внимание на важности бюджетной дисциплины: в случае роста бюджетного дефицита может потребоваться более жесткая денежно-кредитная политика для сохранения инфляции в пределах прогнозного диапазона ЦБ на конец 2023 г. (5-7%) и на конец 2024 г. (4%). Более подробно по ситуации с бюджетными доходами можно ознакомиться в нашем отчете [«Монитор бюджета: на пути к нормализации»](#).

ЦБ обратил внимание на то, что инфляция временно опустится ниже 4% в 2К22. Упреждая потенциальные вопросы, ЦБ отметил, что в ближайшие месяцы инфляция в годовом выражении опустится ниже 4%. Однако впечатление от нормализации будет обманчивым, поскольку вызвано оно эффектом высокой базы 2К22.

Мы сохраняем свое видение по ставке на конец 2023 г.: ее динамика будет зависеть от траектории спроса. Как мы отмечали в отчете [«Экономика России-2023: спрос всему голова»](#), в 2023 г. возможны две разные траектории спроса: сохранение текущего сдержанного потребления либо его быстрое восстановление. В базовом сценарии сдержанный спрос позволит ЦБ приступить к снижению ставки к концу 2023 г. и опустить ее до 7,25%. В альтернативном сценарии повышение ставки сохранит инфляцию в прогнозируемом диапазоне ЦБ, а к концу года ставка опустится до 8,5%. При этом триггером ускорения спроса может быть не только потребительский сентимент, но также бюджетная политика и динамика курса рубля.

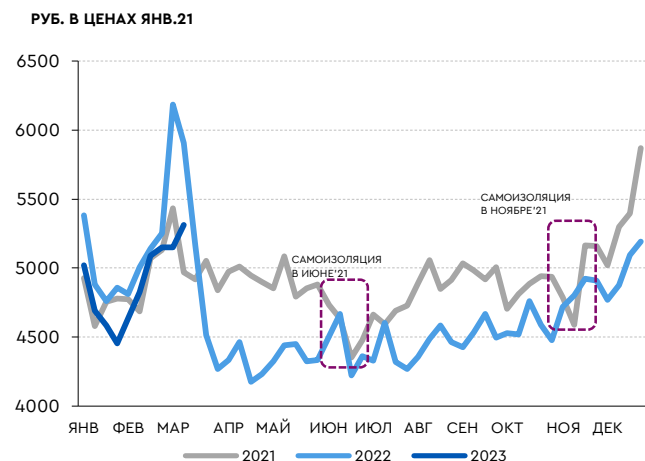
Павел Бирюков

+7 (495) 287 61 00 (доб. 2 37 46)

Pavel.Biryukov@gazprombank.ru

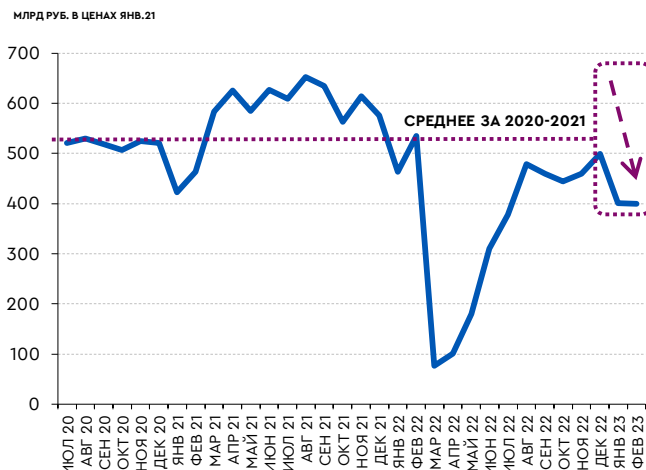


Диаграмма 1. Хотя и с опозданием, но потребление все же ускорилось накануне 8 марта



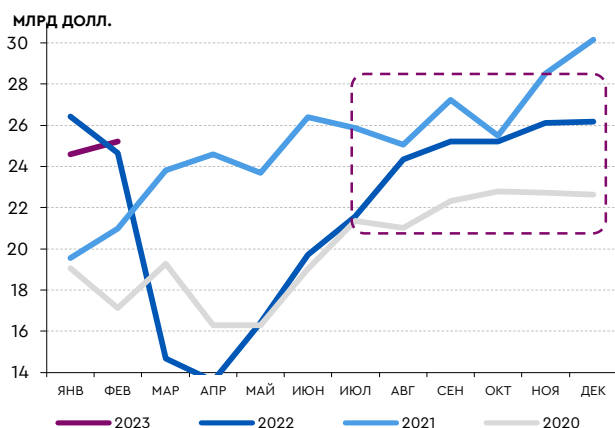
Источник: Ромир, оценки Газпромбанка

Диаграмма 2. Необеспеченное кредитование – другой прокси потребительской активности – вновь снизилось в 2М23



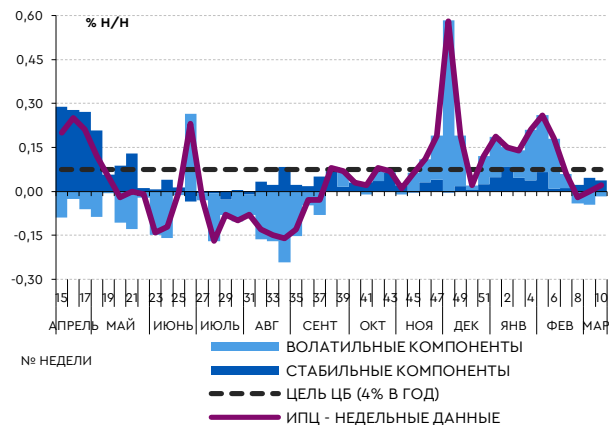
Источник: FrankMedia, оценки Газпромбанка

Диаграмма 3. Импорт с августа достиг значений 2021 г.



Источник: национальные статистические и таможенные ведомства, оценки Газпромбанка

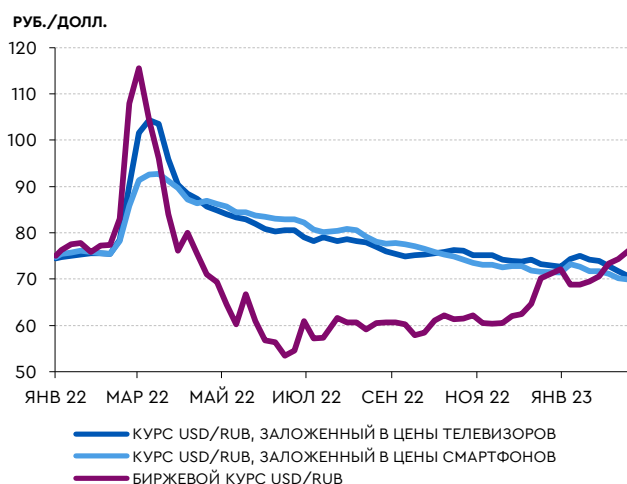
Диаграмма 4. Весенняя дефляция может быть вызвана волатильными компонентами ИПЦ, а стабильные остаются на низком уровне с 5М22



Примечание: к «волатильным» компонентам корзины ИПЦ отнесены цены на плодоовощную продукцию, мясо, автомобили, импортную электронику, а также тарифы на пассажирские перевозки и коммунальные услуги.

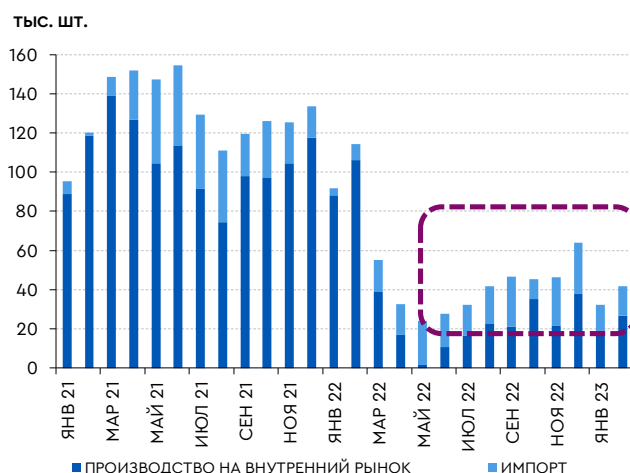
Источник: Росстат, оценки Газпромбанка

Диаграмма 5. Ослабление рубля может вызвать новый виток роста цен на импортную электронику



Источник: Московская биржа, Росстат, оценки Газпромбанка

Диаграмма 6. С лета отмечается возобновление выпуска легкового автотранспорта



Источник: АЕБ, Росстат, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2023. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неопровержимыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантий будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1883)] или [г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.