

Инфляция и процентные ставки в России

Анализ изменения цен, действий ЦБ и условий кредитного рынка

- Укрепление рубля, денежная и бюджетная политика продолжат способствовать замедлению инфляции в России
- Возвращение "бюджетного правила" Минфином не окажет значительного влияния курс рубля и инфляцию
- По итогам 2017 года инфляция, скорее всего, не достигнет цели ЦБ в 4%, но окажется на минимальном в современной истории России уровне в 5.2%
- Риском для ускорения инфляции может стать рост цен на мировых товарных рынках

На чем мы строим анализ

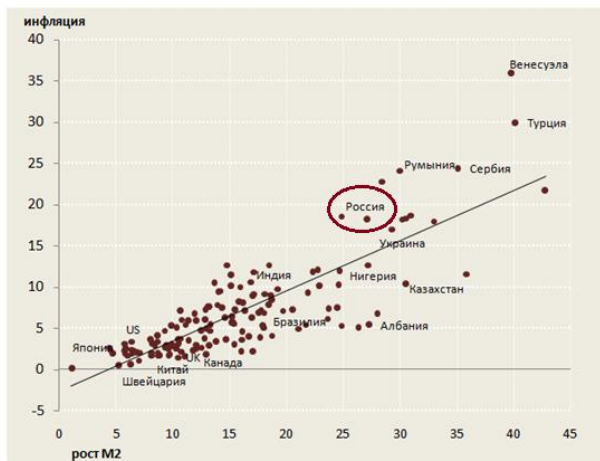


Мы анализируем инфляцию на основе изменения количества денег в экономике и спроса на них. Для прогноза рассматривается денежная и бюджетная политика, курс рубля, инфляционные ожидания населения, уровень цен на международных товарных рынках. Мы представим свой взгляд на изменение потребительской инфляции в 2017 году, а также её влияние на действия Центрального банка и уровень процентных ставок.

Денежная политика

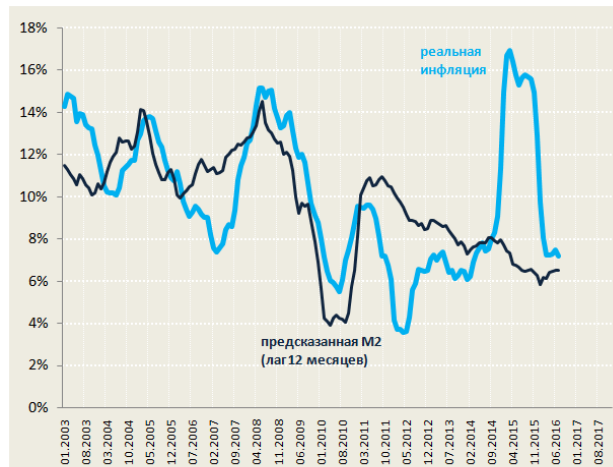
Д

Средняя инфляция и темп роста денежной массы за год, %, 1996-2015



данные Доходь, Всемирный банк

Предсказание инфляции изменением денежной массы



данные Доходь, Росстат, Thomson Reuters

Рост денежной массы объясняет до 70% долгосрочного уровня инфляции, при этом, чем выше темп увеличения денег в экономике, тем теснее наблюдается зависимость. В России динамика роста денежной массы до 2014 года хорошо предсказывала тренды изменения потребительских цен.

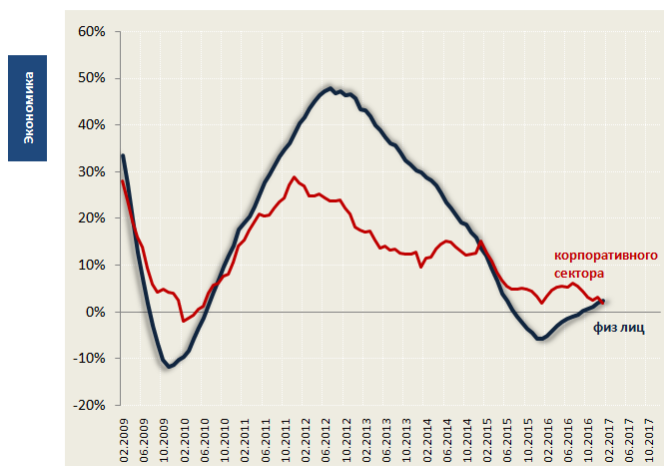
В последние два года главным фактором инфляции были колебания курса рубля. Его падение в 2015 году привело к максимальному за 16 лет росту цен, стабилизация в 2016 году способствовала замедлению показателя до минимумов в современной истории.

По итогам 2016 года инфляция составила 5.4% в годовом выражении, что оказалось даже лучше наших прошлогодних прогнозов, изначально казавшихся слишком оптимистичными¹.

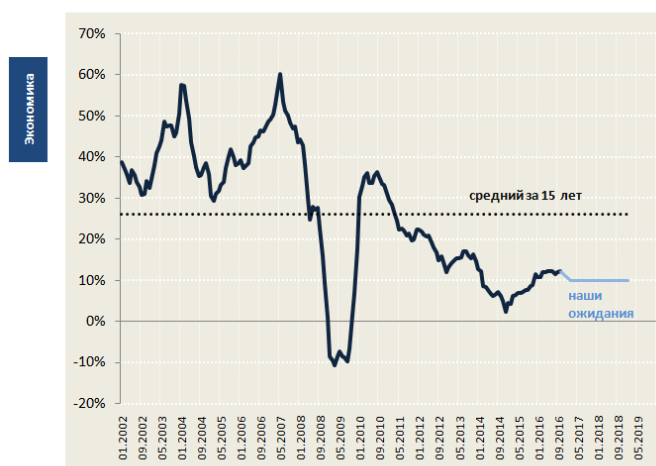
¹ <http://www.dohod.ru/ik/analytics/research/66>

Кредитование в частном секторе

Д Изменение задолженности в рублях, г/г, %



Д Рост денежной массы M2 в России, г/г, %

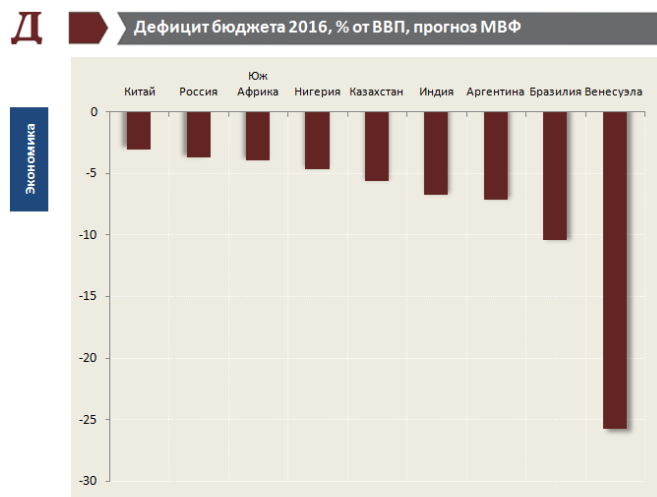


Среди основных источников роста денежной массы мы выделяем расширение кредитования в государственном и частном секторе. Высокие реальные процентные ставки и падение доходов населения в России привели к снижению спроса на деньги и замедлению роста количества денег, что помогло стабилизировать инфляцию.

По итогам 2016 года началось оживление кредитования населения, которое выросло на 2.4% по сравнению с падением годом ранее. Рост портфеля кредитов корпоративному сектору остался на уровне прошлого года. Мы ожидаем, что увеличение цен на нефть и стабилизация курса рубля оживят деловую активность в России в 2017 году, однако жёсткая денежная политика Центрального банка будет сдерживать прирост кредитования и, соответственно, денежной массы. В перспективе нескольких лет действия регулятора должны стать одним из факторов достижения исторически низкой инфляции и менее волатильного курса рубля.

Мы ждем, что денежная масса в ближайшие 3 года будет расти темпом в 10-12% в год, что более чем в 2 раза меньше среднего значения за последние 15 лет. Это позволит годовой инфляции не превышать уровня в 6%.

Бюджетная политика



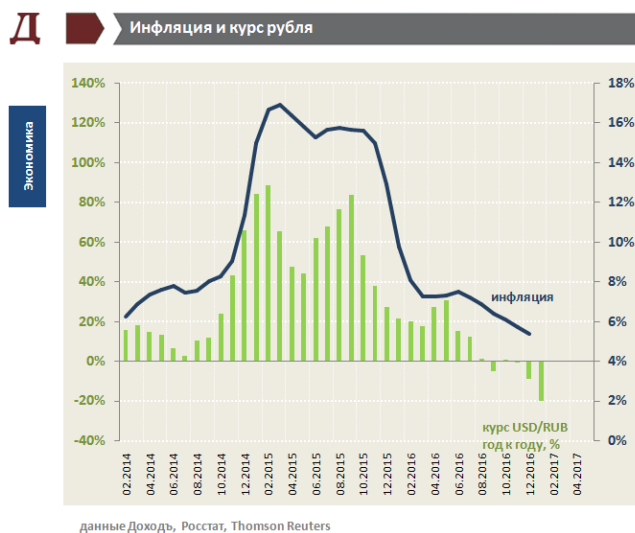
Российский бюджет завершил 2016 год дефицитом в 3.7% ВВП, что не несёт инфляционной угрозы экономике. Показатель значительно ниже, чем в Аргентине, Бразилии, которые сейчас находятся в зоне риска ускорения потребительских цен.



Несмотря на предстоящие президентские выборы в 2018 году, проект бюджета России на ближайшие 3 года направлен на стабилизацию расходов и сокращение дефицита. Консервативный подход Минфина к бюджетной политике способен оказать дефляционный эффект на рост цен.

В конце января Минфин объявил, что собирается фактически вернуть "бюджетное правило" и возобновить с февраля покупку иностранной валюты на средства от дополнительных нефтегазовых доходов (при цене на нефть >\$40). Мы полагаем, что объём операций будет незначительным, и Минфин не окажет серьёзного влияния на курс рубля, объём денежной массы и инфляцию.

Влияние рубля



Из-за низкой базы прошлого года курс российской валюты в первом квартале увеличится на 20% в годовом выражении. Это приведёт к временному дефляционному эффекту на цены, годовой рост которых к весне может упасть ниже 5%.

Если рубль не покажет укрепления на 10-15% в ближайшие кварталы, валютный фактор перестанет оказывать влияние на инфляцию, в результате рост потребительских цен может немного ускориться к концу 2017 года. В обзоре по российской валюте ² мы отмечали, что хоть и ожидаем периода стабильности рубля, но укрепления до уровня ниже 60 рублей за доллар в базовом сценарии не произойдёт.

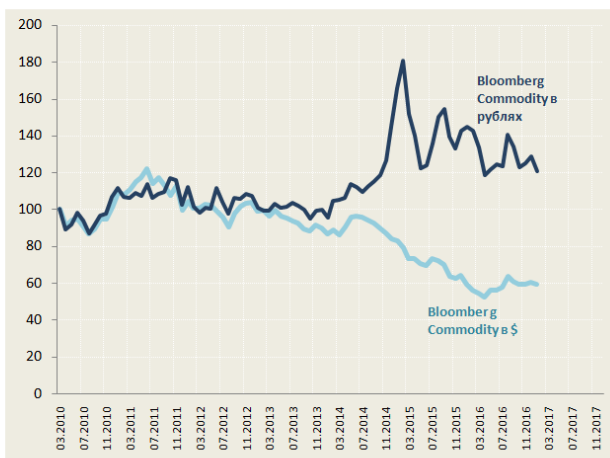
² http://www.dohod.ru/files/research/pdf/research_5847eb4a7108a.pdf

Цены мировых товарных рынков

Д

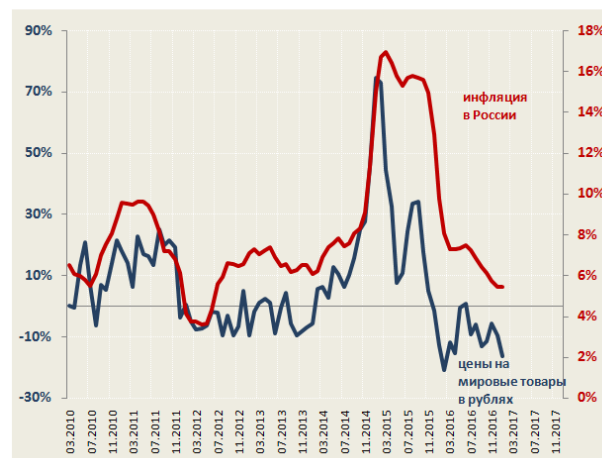
Цены на мировом товарном рынке, янв 2010 = 100

Экономика



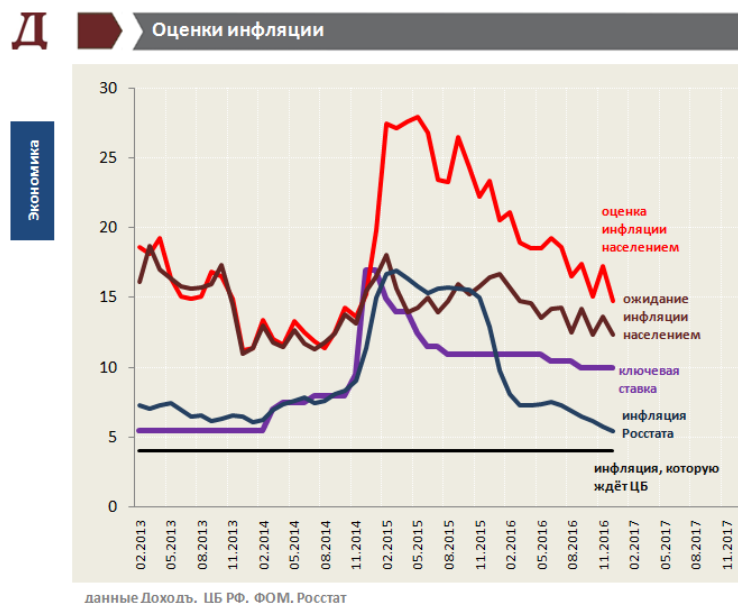
данные Доходь, Thomson Reuters

Цены мировых товарных рынков и в России, г/г, %



Инфляция на мировых товарных рынках может ускорить рост цен в стране даже без ослабления местной валюты. В базовом сценарии мы ждем, что цены на товарных рынках в 2017 году продолжат восстановление, начавшееся в 2016 году, увеличившись примерно на 10%, что при прочих равных может добавить к потребительской инфляции в России около 0.5%.

Инфляционные ожидания



Несмотря на падение официальной инфляции, её восприятие населением остаётся на высоком уровне. Согласно опросам ФОМ³, наблюдаемый рост потребительских цен ещё никогда не был ниже 11%. Низкие процентные ставки могут привести к тому, что вместо сбережений, население предпочтёт брать кредиты и тратить деньги, стимулируя инфляцию.

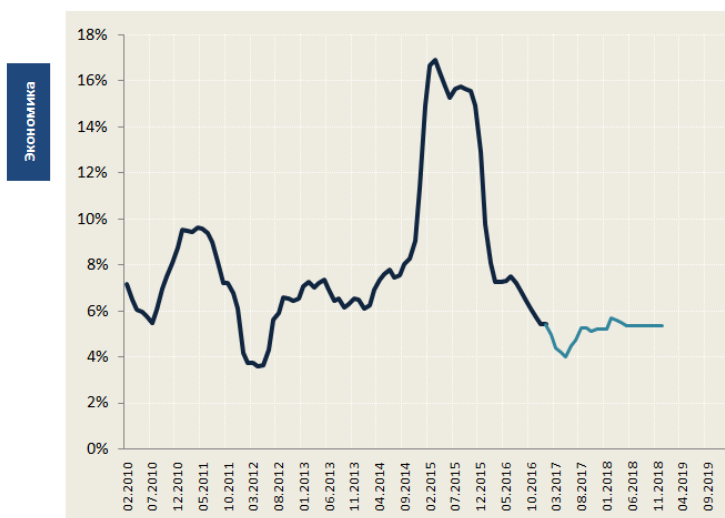
Это объясняет, почему Центральный банк вместо официальной статистики вынужден частично ориентироваться на население и сохранять высокую ставку продолжительный период времени. В декабре оценка инфляции гражданами упала до минимума с 2014 года, что может повлиять на более активное смягчение денежной политики в течение 2017 года.

³ https://www.cbr.ru/DKP/standart_system/infl_exp_16-11.pdf

Сценарий для инфляции

Д

Прогноз инфляции - базовый сценарий



данные Доходь, Росстат

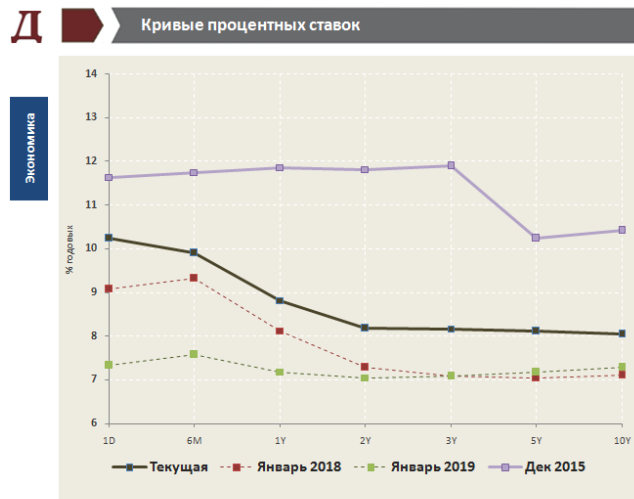
В первой половине 2017 года инфляция может упасть ниже 5% из-за эффекта от укрепления курса рубля. В базовом сценарии по итогам всего года мы ждем роста потребительских цен на уровне 5.2%.

Возвращение инфляции к двузначным отметкам сейчас выглядит мало реалистичным сценарием. По нашей оценке, это произойдет в случае увеличения стоимости доллара до 90 рублей (при нефти около \$30) и выше в течение 2017 года, либо при увеличении цен на мировых рынках на 30% и сдерживании укрепления рубля со стороны ЦБ через формирование резервов.





Мы также пока не верим в достижение таргета ЦБ по инфляции в 4%, так как, согласно нашим моделям, для этого необходимо сокращение денежной массы или устойчивое укрепление рубля более, чем на 15% от текущих уровней.

Действия ЦБ и процентные ставки

Мы ждем, что по итогам февральского заседания, считающегося промежуточным, ключевая ставка Центрального банка останется на уровне 10%. Регулятор может пересмотреть денежную политику и снизить ставку до 9.5% в марте на основном заседании. Так как мы не ждем достижения таргета ЦБ по росту цен в 4% в ближайший год, по итогам всего года снижение ставки произойдет не более двух раз.



Прогноз инфляции и ключевых ставок используется для стратегий инвестирования в долговые инструменты. Наш прогноз по процентным ставкам предполагает, что из-за медлительности Центрального банка в течение 2017 года кривая сохранит отрицательный наклон, вернется к положительному наклону лишь к началу 2019 года.

 twitter.com/dohod_ru
 facebook.com/ikdohod/
 vk.com/dohod_ru
 telegram.me/dohod

ДОХОДЪ Research Team

Всеволод Лобов (руководитель)

Владимир Киселев

(812) 635-68-60 (доб. 333)

research@dohod.ru

Отдел по работе с клиентами

Ирина Ларионова (руководитель)

(812) 635-68-65

8 800 333-85-85

Санкт-Петербург

наб. канала Грибоедова, д. 6/2, лит. А

ст. м. "Невский проспект"

[ОТКРЫТЬ СЧЕТ ОНЛАЙН](#)



ДОХОДЪ
ФИНАНСОВАЯ ГРУППА

Настоящий бюллетень подготовлен специалистами аналитической службы Финансовой группы «ДОХОДЪ», является интеллектуальной собственностью Компании и предназначен для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке бюллетеня были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом бюллетень предназначен исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и является выражением частного мнения специалистов аналитической службы Компании. Не взирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к составлению бюллетеня, Компания не дает никаких гарантий в отношении достоверности и полноты содержащейся в бюллетене информации. Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать бюллетень или содержащуюся в нем информацию в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни ее агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием информации, содержащейся в бюллетене. Информация, содержащаяся в бюллетене, действительна на момент его публикации, при этом Компания вправе в любой момент внести в бюллетень любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование бюллетеня или какой-либо его части без письменного согласия Компании не допускается. Компания, ее агенты, работники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в бюллетене, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг. Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.