

**Деловой Петербург, Санкт-Петербург, 24 апреля 2024**

**КЛЮЧЕВОЙ БАЛАНС**

Автор: Петров Евгений

Время для снижения ключевой ставки не пришло

**ЦБ РФ В ПЯТНИЦУ СОХРАНИТ КЛЮЧЕВУЮ СТАВКУ НА УРОВНЕ 16%. ВРЕМЯ ДЛЯ СНИЖЕНИЯ НЕ ПРИШЛО.**

Предстоящее в пятницу заседание Банка России по ключевой ставке можно считать техническим: кардинальных решений от него рынок не ждет. Действующая ставка 16% годовых была установлена в середине декабря 2023 года. Прошло слишком мало времени, чтобы можно было говорить об эффективности принятых мер по замедлению инфляции и снижению кредитного аппетита.

Когда может начаться снижение ключевой

На позапрошлом заседании ЦБ РФ в феврале регулятор подал сигнал, что цикл снижения ключевой начнется ближе ко второму полугодию. На прошлом, в марте, Банк России ужесточил собственную риторику, заявив, что смягчать условия будет строго во втором полугодии. В итоге новостей от нынешнего, пятничного заседания аналитики не ждут. Они считают, что какие-то подвижки могут начаться лишь на следующем, июньском заседании. Впрочем, традиционно внимание будет сосредоточено не на самой ставке, а на интерпретации сигналов регулятора между строк пресс-релиза: сохранится ли расплывчатый постулат о начале снижения во втором полугодии или будет обозначен более конкретный период.

Высокой ключевой ставкой ЦБ РФ пытается вернуть инфляцию к своему целевому ориентиру 4% годовых. На начало прошлой недели, по данным Росстата, она закрепилась на уровне 7,83% годовых. Не удается сдерживать и кредитную активность: корпоративная задолженность в банках по итогам марта выросла на 1,8% после февральского показателя 0,6%. Потребительское кредитование, по предварительным данным, также ускорилось - с февральских 0,9 до 2% в марте, говорится в обзоре ЦБ РФ. Спрос, с одной стороны, обеспечен транспортными и нефтегазовыми компаниями, с другой - в рознице регулятор его связывает с уверенностью населения "в будущих доходах с учетом ситуации на рынке труда".

ЦБ РФ пытается балансировать. Инфляцию не удается снизить из-за комплекса условий: дефицита кадров (в отдельных направлениях бизнес вынужден увеличивать зарплату сотрудникам), растущего объема субсидий и выплат гражданам, а также явных диспропорций в производстве. "В экономике, растущей весьма умеренно за счет небывалого бюджетного импульса, строгость ЦБ - почти очевидный акт благородства, но тактического, - говорит финансист Андрей Хохрин. - У нас теперь две параллельные финансовые реальности: субсидируемая и нет - первая бьет ключом, вторая затухает".

В результате ни один из опрошенных "ДП" аналитиков не считает, что ставка будет изменена на грядущем заседании - понижена или, напротив, повышена. Хотя не исключают и сюрпризов.

Руководитель отдела акций УК "Первая" Антон Кравченко полагает, что пауза с ключевой в действиях ЦБ РФ может продлиться до осени из-за высокого внутреннего спроса, который продолжает расти даже при жесткой денежно-кредитной политике.

"Пространство для снижения ключевой ставки в 2024 году выглядит ограниченным из-за высоких рисков активизации потребления", - отмечает он.

"С прошлого заседания макроусловия стали сильнее давить на цены: ускорение потребительского кредитования, бурный рост экономической активности и напряженности на рынке труда, - заявляет профессор ВШЭ Евгений Коган. - В результате ЦБ РФ спрогнозирует более долгий период высокой ставки, может даже пригрозить ее повышением в будущем". Незадолго до заседания регулятор традиционно проводит опрос ведущих финансистов. Согласно итогам, совокупные ожидания по среднегодовой ключевой ставке оказались повышенены по сравнению с марсовским опросом на всем горизонте: на 2024 год - до 14,9% годовых (+0,4 п. п.), на 2025-й - до 10,4% (+1 п. п.), на 2026-й - до 8,1% (+0,6 п. п.). Оценка нейтральной ключевой ставки не изменилась - 7% годовых. Впрочем, повышение ожиданий началось сразу после жестких заявлений регулятора, что он будет держать высокую ключевую ставку ровно столько, сколько потребуется, то есть еще минимум несколько заседаний подряд.

Ряд экономистов отмечает, что поводом для сохранения текущего значения ставки могут оказаться замедляющиеся инфляционные ожидания населения.

Так, в апреле, по данным ЦБ РФ, они снизились с 11,5 до 11%. Также на минувшей неделе вышли данные по производственной инфляции, которые в очередной раз подтвердили сохранение ее на высоком уровне, но показали робкую динамику к снижению. Индекс цен производителей в феврале вырос до 19,1% в годовом выражении против 19,5% в марте.

Как реагирует рынок

ЦБ РФ уже говорил, что ему важна устойчивая динамика снижения. То, что сейчас происходит, может быть связано с сезонными факторами. Поэтому он будет сохранять высокую ключевую ставку до тех пор, пока инфляция действительно перестанет колебаться в разные стороны месяц к месяцу.

Вместе с тем фондовый рынок находится в состоянии ожидания начала цикла снижения ключевой или как минимум обозначения регулятором более конкретного периода, когда процесс может начаться. Доходность ОФЗ начинает снижаться, что говорит о спросе на них со стороны инвесторов.

Так, доходность индексного портфеля RGBI по итогам прошлой недели снизилась на 11 б. п., до 13,53% годовых. Инвесторы пытаются зафиксировать условия на "длинных" бондах, предполагая, что последующие размещения Минфина могут оказаться с более низкими доходностями. "Восстановление оптимизма в первую очередь связано с ростом ожиданий возможного смягчения сигнала в части конкретизации сроков вероятного снижения ключевой ставки", - считает Дмитрий Грицкевич, управляющий по анализу банковского и финансового рынков ПСБ. Период высоких ставок по банковским депозитам тоже подходит к концу. По данным проекта Финуслуги, к середине апреля по сравнению с первой неделей месяца индекс ставок по вкладам в топ-50 крупнейших банков незначительно вырос - на 0,01-0,02 п. п. Фактически это техническое изменение. В результате значения индекса в зависимости от сроков вкладов составили 12,96-14,75% годовых.

Однако регулятор своими ограничительными мерами позаботился о том, чтобы даже в условиях сохранения ключевой на текущем уровне депозитные ставки больше не росли. В минувший понедельник совет директоров Агентства по страхованию вкладов (АСВ) решил возобновить с 1 июля 2024 года надбавку к взносам в фонд для банков, у которых ставки по депозитам на 3 п. п. выше среднерыночных. В результате если они не снизят их до среднерыночных, то выплаты вырастут с 0,12% от среднедневного остатка (базовый тариф) до 0,48% (+0,36% к базовому). ЦБ РФ считает среднерыночный показатель иначе, чем Финуслуги (как правило, он получается ниже из-за Сбербанка и вкладов "до востребования"). В любом случае, чтобы не рисковать повышенными отчислениями, банки начнут массово снижать ставки, еще сильнее понижая среднерыночный показатель.

## ПРЯМАЯ РЕЧЬ

**ИЛЬЯ ФЁДОРОВ** главный экономист "БКС Мир инвестиций"

Вероятность повышения есть, но совсем невысокая. ЦБ скорее отложит снижение, чем пойдет на повышение. Текущая 16%-ная ставка достаточно высока, чтобы бороться с инфляцией. Реальное ужесточение ДКП произошло в октябре-ноябре. Ожидаем снижения ставки не раньше июля, основные темпы придется на IV квартал. Ужесточение сигналов отчасти стало альтернативой повышения: ЦБ продолжит жесткую риторику, дабы не смягчать ожидания рынка. Кредитование активное, малейший намек на смягчение вызовет усиление кредитного импульса, что сейчас не нужно. Очень сложно достичь цели по инфляции в этом году. Наш прогноз на конец года сохраняется - 5,2% в годовом выражении.

**НАТАЛИЯ ПЫРЬЕВА** аналитик "Цифра брокер"

Глава Банка России полагает, что страна близка к прохождению пика по инфляции, но поступающие данные пока не свидетельствуют в пользу устойчивости тенденции к ее замедлению. Из данных Росстата с 9 по 15 апреля в годовом выражении она составила 7,83% по сравнению с 7,79% на предыдущей неделе. В то же время мы не считаем

целесообразным дальнейшее повышение ставок, поскольку это будет оказывать более видимое давление на обслуживание долгов компаний. С другой стороны, государство предоставляет солидную поддержку бизнесу в разных отраслях, поэтому ухудшение условий кредитования будет также и раздувать расходы бюджета. Мы полагаем, что заметных изменений в риторике регулятора на текущем заседании ожидать не стоит.