



МЕЖГОСУДАРСТВЕННЫЙ БАНК

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ДИНАМИКУ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКА РОССИИ



Июнь 2017

Ключевая ставка Банка России является важнейшей ставкой регулятора с сентября 2013 года. До 2013 года с 1992 года аналогичным инструментом служила ставка рефинансирования ЦБ.

Ключевая ставка - основной индикатор денежно-кредитной политики Банка России, напрямую влияющий на стоимость заимствования средств банками. Значение ключевой ставки важно для определения уровня процентных ставок по кредитам для предприятий и населения.

Решения по изменению ставки ЦБ принимают на заседании Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики. Заседания проводят с шагом в 6 недель (1 раз в полтора месяца).

Ближайшее заседание Совета директоров Банка России, на котором будет рассматриваться вопрос об уровне ключевой ставки, запланировано на 16 июня 2017 года.

На предыдущем заседании 28 апреля Банк России понизил ставку с 9,75% до 9,25%.

История вопроса

В 2014 году Россия столкнулась с затяжным и достаточно сложным кризисом в экономике, который не может полностью преодолеть до сих пор. В середине 2014 года введение зарубежных санкций против крупнейших российских финансовых организаций ограничило для них доступ к рынкам капитала в ЕС и США. Российские компании энергетического и оборонного сектора столкнулись с ограничениями на импорт оборудования. Одновременно начался тренд на резкое падение цены на нефть - со 115 долл. США за баррель Brent в июне 2014 года до 47 долл. в январе 2015 года. Резкие колебания курса национальной валюты на фоне падения стоимости нефти вынудили Центробанк прибегнуть к срочным мерам, в частности, к повышению ключевой ставки: в конце 2014 года ставка была установлена на уровне 17 %. Это помогло несколько стабилизировать ситуацию на кредитном рынке, но привело к удорожанию кредитов, что негативно отразилось на развитии экономики.

За период с февраля по декабрь 2015 года регулятор постепенно снизил ключевую ставку с 17% до 11% на фоне падения инфляции с 15,6% в сентябре 2015 года до 7,3% в феврале 2016 года. Почти одновременно – в январе 2016 года начался тренд на повышение нефтяных цен – с 28 долл. США за баррель Brent в январе 2016 года до 51 долл. в марте 2017 года.

В следующий раз Центробанк решился уменьшить ключевую ставку до 10,5% только в июне 2016 года, когда отметил дальнейшее замедление темпов роста цен на товары и услуги, снижение инфляционных ожиданий и рост цен на нефть выше критической отметки. В сентябре 2016 года ЦБ еще раз понизил ставку на 0,5%.

28 апреля 2017 года Банк России снизил ключевую ставку на 0,5 процентного пункта - до 9,25% годовых. Регулятор также отметил, что допускает возможность постепенного снижения ключевой ставки во втором-третьем кварталах 2017 года.

Решения об изменении ставки по датам

Период действия ключевой ставки	Значение ключевой ставки, % годовых
02.05.2017 – по настоящее время	9,25
24.03.2017- 28.04.2017	9,75
19.09.2016 - 24.03.2017	10,0
14.06.2016 - 19.09.2016	10,5
03.08.2015 - 13.06.2016	11,0
16.06.2015 - 02.08.2015	11,5
05.05.2015 - 15.06.2015	12,5
16.03.2015 - 04.05.2015	14,0
02.02.2015 - 15.03.2015	15,0
16.12.2014 - 01.02.2015	17,0
12.12.2014 - 15.12.2014	10,5
05.11.2014 - 11.12.2014	9,5
28.07.2014 - 04.11.2014	8,0
28.04.2014 - 27.07.2014	7,5
03.03.2014 - 27.04.2014	7,0
13.09.2013 - 02.03.2014	5,5

Источник: Банк России

Ключевые тенденции текущей макроэкономической ситуации, влияющие на принятие решения об изменении ставки Банком России.

- **Показатель инфляции в мае вплотную приблизился к таргету в 4%**

По оценке Минэкономразвития РФ, годовая инфляция в России к 15 мая снизилась до таргета в 4,0%, говорится в опубликованном аналитическом обзоре министерства по инфляции.

«С учетом наблюдаемой в первой половине мая и ожидаемой в дальнейшем нормализации динамики цен на плодоовощную продукцию, по нашим оценкам, инфляция уже достигла 4% (по состоянию на 15 мая)», - говорится в докладе министерства «Инфляционная картина». В Минэкономразвития напоминают, что инфляция в апреле составила 4,1% в годовом выражении после 4,3% в марте.

- **Основной интригой текущей макроэкономической ситуации остается курс рубля и перспективы его ослабления.**

По прогнозу Минэкономразвития РФ, в конце года доллар будет стоить 68 рублей.

Председатель совета фонда ЦСР Алексей Кудрин прогнозирует небольшое ослабление рубля к концу года – до чуть больше, чем 60 рублей за доллар. «Если цена на нефть будет на нынешнем уровне - 56-57 долларов за баррель, то немножко рубль ослабнет к концу года и будет чуть больше чем 60 рублей за доллар». 27 мая (ПРАЙМ).

➤ **Рубль в первом квартале 2017 года укрепился на 8%** благодаря значительным продажам валютной выручки со стороны экспортёров, ослаблению доллара, операциям carry trade нерезидентов, а также значительному притоку средств иностранных инвесторов в ОФЗ.

➤ **Финансовое обозрение Банка России «Условия проведения денежно-кредитной политики»:** «Начиная с декабря 2016 года экспортеры продавали валюту в объемах, сравнимых с уровнем июля, на который приходится выплата дивидендов. С одной стороны, это вызвано увеличением притока по текущему счету вследствие роста цен на нефть. С другой стороны, спрос на рубль формировался в связи с крупными налоговыми выплатами в марте, включая налог на прибыль за 2016 год», - говорится в материале ЦБ.

Эксперты Банка России также отметили, что операции carry trade нерезидентов на валютном рынке в отдельные периоды также могли способствовать укреплению рубля. В частности, в январе нерезиденты, вероятно, наращивали длинные рублевые позиции.

«Позиции нерезидентов на валютном рынке весьма волатильны, то есть их направление время от времени меняется и, таким образом, они не

оказывают влияния на курс рубля в долгосрочной перспективе. Их объем редко превышает 5-6 миллиардов долларов США, что не слишком много для российского валютного рынка, а их средний уровень в 2016 году близок к нулю», - добавил ЦБ.

На рынке капитала наблюдался значительный приток средств иностранных инвесторов в ОФЗ, что также способствовало укреплению рубля. За квартал нерезиденты и «дочки» иностранных банков нарастили свои вложения в российские государственные облигации на 270 миллиардов рублей. Спрос иностранных инвесторов на российские ОФЗ носит относительно устойчивый характер, и в долгосрочной перспективе может поддерживать рубль, - говорится в материале.

➤ **Департамент исследований и прогнозирования Банка России**, чья точка зрения может не совпадать с официальной позицией регулятора, 15 мая представил исследование, в котором говорится **о рисках занижения курса рубля**; аналитики называют подобную политику «ценовым демпингом», который приведет к снижению зарплат и стандартов потребления. Для России в политике слабого рубля, даже без учета сложности ее реализации, больше минусов, чем плюсов, подчеркивает департамент.

Неестественная слабость рубля мешает развитию российской экономики, поскольку дешевая национальная валюта поддерживает только низкоэффективные производства. В современном мире производства встроены в глобальные цепочки. Рост благосостояния страны требует ее участия в таких цепочках на все более высоком уровне создания добавленной стоимости, где курс валюты имеет второстепенное значение, пишут аналитики ЦБ: первостепенное значение приобретают качество и технологии.

В аналитической записке ЦБ аналитики регулятора пришли к выводу, что **попытки занижения курса с помощью валютных интервенций, как правило, неудачные, а политика слабого рубля имеет для экономики РФ больше минусов.**

➤ **Высказывание российского президента о невозможности искусственного воздействия на баланс курса рубля, который в настоящее время глава государства счел «удовлетворительным».**

Баланс курса рубля в настоящее время удовлетворителен, искусственно управлять курсом нельзя, заявил президент Владимир Путин на пресс-конференции в Пекине.

Интерфакс: «В этом смысле я согласен с позицией Банка России, - продолжил он. - Позиция и политика Банка России строится на целом наборе различных, но чрезвычайно важных компонентов для экономики страны. Практика показывает, что все действия ЦБ были сбалансированными и верными»... Банк России должен быть очень аккуратным в своих действиях. ... Банк России всегда исходит из того, что если колебания будут какие-то в

другую сторону, ему не нужно будет резких движений делать, и в этом смысле он абсолютно прав, хотя действует постепенно, аккуратно в сторону снижения ключевой ставки», - сказал Путин.

➤ **25 мая на саммите ОПЕК было принято решение о продлении соглашения по ограничению добычи нефти еще на девять месяцев.**

На прошедшей встрече все участники венского соглашения согласились продлить сокращение нефтедобычи до конца первого квартала 2018 года. ОПЕК 30 ноября в Вене договорилась о сокращении добычи на 1,2 миллиона баррелей в день с октябрьского уровня в целях стабилизации нефтяных цен. Одиннадцать не входящих в ОПЕК стран 10 декабря согласовали сокращение своей добычи суммарно на 558 тысяч баррелей, в том числе РФ - на 300 тысяч.

Решение было во многом ожидаемо, соответственно по факту объявления решения нефтяные цены не выросли. Однако аналитики говорят о том, что в среднесрочной перспективе продление сделки в формате «ОПЕК+» является умеренным позитивом для нефтяных котировок.

Однако несмотря на все вышперечисленные факторы, играющие в пользу рубля, вероятность ухудшения платежного баланса остается ключевым риском для отечественной валюты.

Оценка ключевых агрегатов платежного баланса РФ

(Графические материалы представлены в Приложениях)

В 2015-2016 году наблюдалось сокращение торгового баланса, которое определило соответствующее сжатие текущего счета платежного баланса РФ.

Профицит счета текущих операций в 2016 году составил 25 млрд долларов США, по сравнению с 2015 годом он снизился более, чем в два раза или на 43,9 млрд долларов США. Определяющее воздействие на состояние счета текущих операций оказало сжатие положительного сальдо внешней торговли товарами до 90 млрд долларов США (148,5 млрд долларов США в 2015 году) вследствие уменьшения экспорта, обусловленного снижением цен на топливно-энергетические товары, при восстановлении объемов импорта практически до уровня предшествующего года. Совокупный дефицит остальных статей текущего счета платежного баланса страны, хотя и уменьшился почти на 20%, не смог в полной мере скомпенсировать сокращение торгового баланса.

Чистый вывоз капитала частным сектором составил 19,2 млрд долларов США, или треть от уровня 2015 года. Такое значимое снижение чистого вывоза стало следствием существенно менее интенсивного сокращения внешних обязательств по сравнению с изъятием зарубежных активов.

Внешний долг Российской Федерации по состоянию на 1 января 2017 года составил 513,5 млрд долларов США, сократившись за год на 5,6 млрд долларов США, или на 1,1%. Динамика показателя стала результатом продолжающегося сокращения внешних обязательств частным сектором, прежде всего банками, при увеличении обязательств органов государственного управления в связи с активным приобретением нерезидентами государственных ценных бумаг на вторичном рынке.

Международные резервы Российской Федерации по состоянию на 1 января 2017 года составили 377,7 млрд долларов США, увеличившись за год на 9,4 млрд долларов США.

В январе – апреле 2017 года, по предварительной оценке Банка России, положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса составило 25,7 млрд долларов США, увеличившись почти вдвое по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Определяющим было укрепление торгового баланса, обусловленное ростом на треть экспорта в условиях более высоких мировых цен на топливно-энергетические товары, при умеренном восстановлении импорта и незначительном увеличении дефицита прочих компонентов текущего счета.

Чистый вывоз капитала частным сектором, по оценке, сложился на уровне 21,0 млрд долларов США (9,8 млрд долларов США в январе-апреле 2016 года). При этом, в отличие от ситуации годом ранее, определяющее воздействие на текущий уровень чистого вывоза капитала оказали операции банковского сектора по размещению средств за рубежом при продолжающемся снижении иностранных обязательств банков. Прочие секторы, напротив, выступили нетто-импортерами капитала.

Внешний долг Российской Федерации по состоянию на 1 апреля 2017 года, по оценке Банка России, составил 529,7 млрд долларов и увеличился по сравнению с началом года на 16,2 млрд долларов США, или на 3,1%. Рост накопленной внешней задолженности наблюдался по всем секторам экономики и был в значительной мере обусловлен переоценкой долговых обязательств, номинированных в национальной валюте, в условиях укрепления российского рубля. Кроме того, I квартал 2017 года характеризовался увеличением долговых обязательств органов государственного управления и прочих секторов в результате операций с нерезидентами.

Глава Минэкономразвития РФ Максим Орешкин:

«Крепость платежного баланса в начале года связана в том числе с сезонностью. У нас импорт в начале года очень низкий, а в летние месяцы, особенно по статье «поездки», достигает пика в июле-августе. На этот же период приходится выплаты дивидендов иностранным акционерам российских компаний. То есть спрос на валюту к тому периоду повышается очень значительно. Если текущий тренд роста импорта продлить на летние месяцы и наложить сезонность, то мы получим довольно серьезный дефицит текущего счета как раз в эти месяцы. И, конечно, мы вряд ли увидим крепкий рубль при таком дефиците платежного баланса», - пояснил он в очередной раз свою точку зрения, почему рубль должен будет ослабнуть летом даже при сохранении текущих цен на нефть.

«У нас сейчас начал восстанавливаться конечный спрос в экономике. Это видно, как и по инвестиционной активности, так и по потребительской активности. Это приводит, в том числе к активному росту импорта. Импорт товаров из дальнего зарубежья растет на 20-25% в начале года. Если посмотреть, например, на полеты за рубеж, что тоже является импортом услуг, то здесь оборот наших авиалиний по заграничным направлениям растет примерно на 30% к уровню прошлого года. То есть и восстановление спроса, и сильный рубль уже начинают проявляться в виде роста импорта. Процесс идет не быстро, он идет постепенно. И в итоге эти тенденции приведут к тому, что импорт вырастет до такого уровня, что текущий счет платежного баланса перестанет быть крепким», - сказал Орешкин.

Министр финансов России Антон Силуанов

«В период с начала года мы наблюдаем укрепление курса рубля, и в I квартале это привело к частым притокам спекулятивного капитала в российские активы, с одной стороны. Здесь Центральный банк начал активно заниматься денежно-кредитной политикой. Его ключевая ставка была снижена, и теперь мы видим, что приток спекулятивного капитала в нашу страну сократился. Что касается экспорта и импорта, то в последние несколько месяцев мы фактически наблюдаем рост импорта, однако рост экспорта остался на том же уровне, что и раньше. И в связи с этим мы видим некоторое увеличение оттока капитала в платежном балансе. Но это связано с тем, что наши экспортные компании накопили валютные доходы и удерживают их на своих счетах, что также является одним из факторов оттока капитала. Тем не менее, наш платежный баланс довольно стабилен. Мы видим

профицит текущего счета, и мы наблюдаем рост золота в валютных резервах Центрального банка», - пояснил Силуанов.

Таким образом, на динамику курса рубля существенно влияет сезонность - платежный баланс наиболее сильный в первом квартале года. К лету ситуация ухудшается - возрастает спрос на туристические поездки за границу. Российские компании выплачивают больше дивидендов во втором-третьем кварталах, в том числе и нерезидентам. Кроме того, сезонно вырастет импорт.

Операции по покупке иностранной валюты за счет средств федерального бюджета

(Графические материалы представлены в Приложениях)

25 января Министерство финансов РФ объявило, что, начиная с февраля 2017 года будет сберегать в резервах дополнительные нефтегазовые доходы, поступающие от превышения фактических цен на нефть над заложенными в бюджете \$40 за баррель, а Банк России по поручению Минфина будет закупать валюту в объеме сверхдоходов, а при ее падении ниже этой отметки - продавать валюту.

В начале каждого месяца на сайте Казначейства РФ публикуется месячный план по покупке (продаже) иностранной валюты. Дневной объем операций должен рассчитываться путем деления месячного объема на количество торговых дней. В ходе торгового дня валюта покупается равномерно.

С 11 мая по 7 июня 2017 года объем покупки составил 425,1 млн. руб. ежедневно. Всего за этот период объем покупки составил 8502,3 млн. руб.

	Объем покупки за период (млн руб.)	Ежедневные объемы покупки в соответствующем периоде (млн руб.)
08.02.2017-07.03.2017	113 059,19	6 281,07
09.03.2017-07.04.2017	70 481,72	3 203,71
10.04.2017-10.05.2017	6 9914	3 495,7
11.05.2017-07.06.2017	8 502,3	425,1
Всего в 2017 году с начала года	261 957,21	

Дефицит бюджета

(Графические материалы представлены в Приложениях)

Дефицит бюджета России за январь – апрель 2017 г. уменьшился в 2,4 раза и составил 515,538 млрд руб., сообщается в материалах Федерального казначейства. Расходы бюджета в январе – апреле составили 5,278 трлн руб., доходы – 4,762 трлн руб. (ТАСС 15.05.17)

В середине мая Правительство РФ одобрило поправки Министерства финансов РФ в закон «О федеральном бюджете на 2017 год и на плановый период 2018 и 2019 годов», которые снижают дефицит с 3,2 до 2,1% ВВП. Доходы бюджета возрастают на 1,144 трлн руб., в том числе около 720 млрд – это дополнительные доходы от экспорта нефти и газа.

Более благоприятные, чем ожидалось, внешние условия и относительно высокие цены на нефть обеспечат дополнительные поступления в бюджет РФ в 2017 году в размере 1,1 трлн. руб. По оценкам Министерства финансов, в результате совокупные бюджетные доходы в текущем году должны составить 14,6 трлн. руб. В связи с этим правительство намерено увеличить бюджетные расходы на 315 млрд. руб. до 16,6 трлн. руб. Таким образом, теперь по итогам 2017 года ожидается дефицит бюджета в размере 1,9 трлн. руб. против первоначального прогноза в 2,7 трлн. руб.

Финансировать дефицит правительство планирует за счет внутренних и внешних заимствований, а также за счет средств Резервного фонда.

Программа заимствований на рынке изменена не будет - 1 050 млрд. руб. в чистом выражении. Несмотря на существенное сокращение дефицита бюджета, приток ликвидности в банковскую систему из бюджета может оказаться даже больше, чем было изначально заложено в законе. Расходование средств суверенных фондов пока снижено лишь на 100 млрд руб. Также не стоит забывать про интервенции, которые проводит Министерство финансов на валютном рынке с февраля: с начала года эти интервенции уже обеспечили приток ликвидности в банковскую систему в объеме свыше 280 млрд руб. Это означает, что от ЦБ по-прежнему потребуются активно стерилизовать избыток ликвидности, так что денежно-кредитная политика останется жесткой.

Вывод большинства экспертов: в настоящее время рубль остается крепким, однако это не может длиться долго. Почти все факторы, работавшие на укрепление российской валюты в начале года, либо временны (сезонность платежного баланса), либо неустойчивы (настроение иностранных инвесторов, цена на нефть), либо имеют неоднозначные эффекты для экономики (политика Банка России). Срок разворота тенденции на укрепление рубля - аналитики прогнозируют в среднем не раньше середины лета.

Перспективы дальнейшего изменения ставки Банка России. Экспертные мнения

Банк России ожидает, что к 2020 году ключевая ставка может опуститься до 6,5-7% при инфляции 4% годовых, заявила председатель ЦБ Эльвира Набиуллина. Таким образом, темпы снижения ключевой ставки будут невысокими – около 2,5 процентных пунктов за 2,5 года. Это, а также сохранение позитивной разницы между ключевой ставкой и инфляцией поддержит carry trade в пользу рубля, говорят эксперты.

Альфа-банк

ЦБ РФ удивил рынок, понизив ставку на 50 б. п.

Наш основной вывод по итогам этого решения заключается в том, что опасения монетарных властей по поводу сильного замедления инфляции оказались сильнее, чем это транслируется рынку. Мы считаем, что баланс инфляционных рисков в последнее время сильно улучшился

Следующее заседание назначено на 16 июня, мы ожидаем понижения ставки на 25 б. п.

Так как следующее заседание совета директоров состоится накануне ежегодной индексации тарифов, которая произойдет 1 июля, мы ожидаем, что ЦБ понизит ставку на 25 б. п. в базовом сценарии. Более сильное понижение на 50 б. п. может состояться (1) в случае повышения цены на нефть до \$60/барр. и (2) если инфляция замедлится до 0,1% м/м в мае-июне, однако такой сценарий пока выглядит маловероятным.

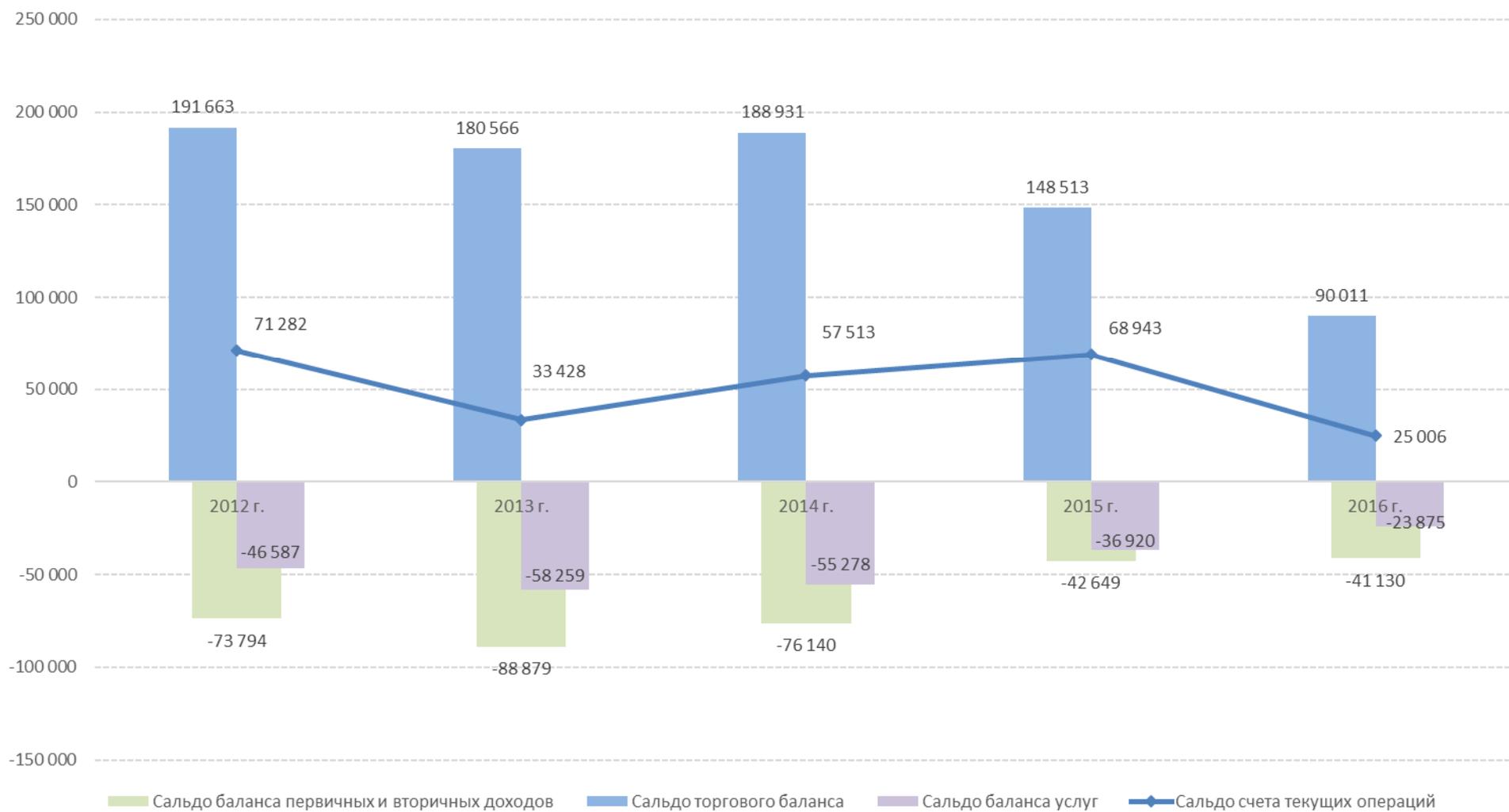
Бинбанк

Мы продолжаем ожидать инфляцию вблизи цели ЦБ во втором полугодии 2017 года, при этом в мире уровень риска остается невысоким: экономика США показывает уверенный рост выше 2%, рост в Китае, вопреки ожиданиям, ускоряется, ситуация в еврозоне также улучшается. Все вместе позволяет рассчитывать на продолжение снижения ставки ЦБ, **ждем следующего шага в июне на 0,25-0,5 пп** в зависимости от ситуации на рынке нефти после решения ОПЕК.

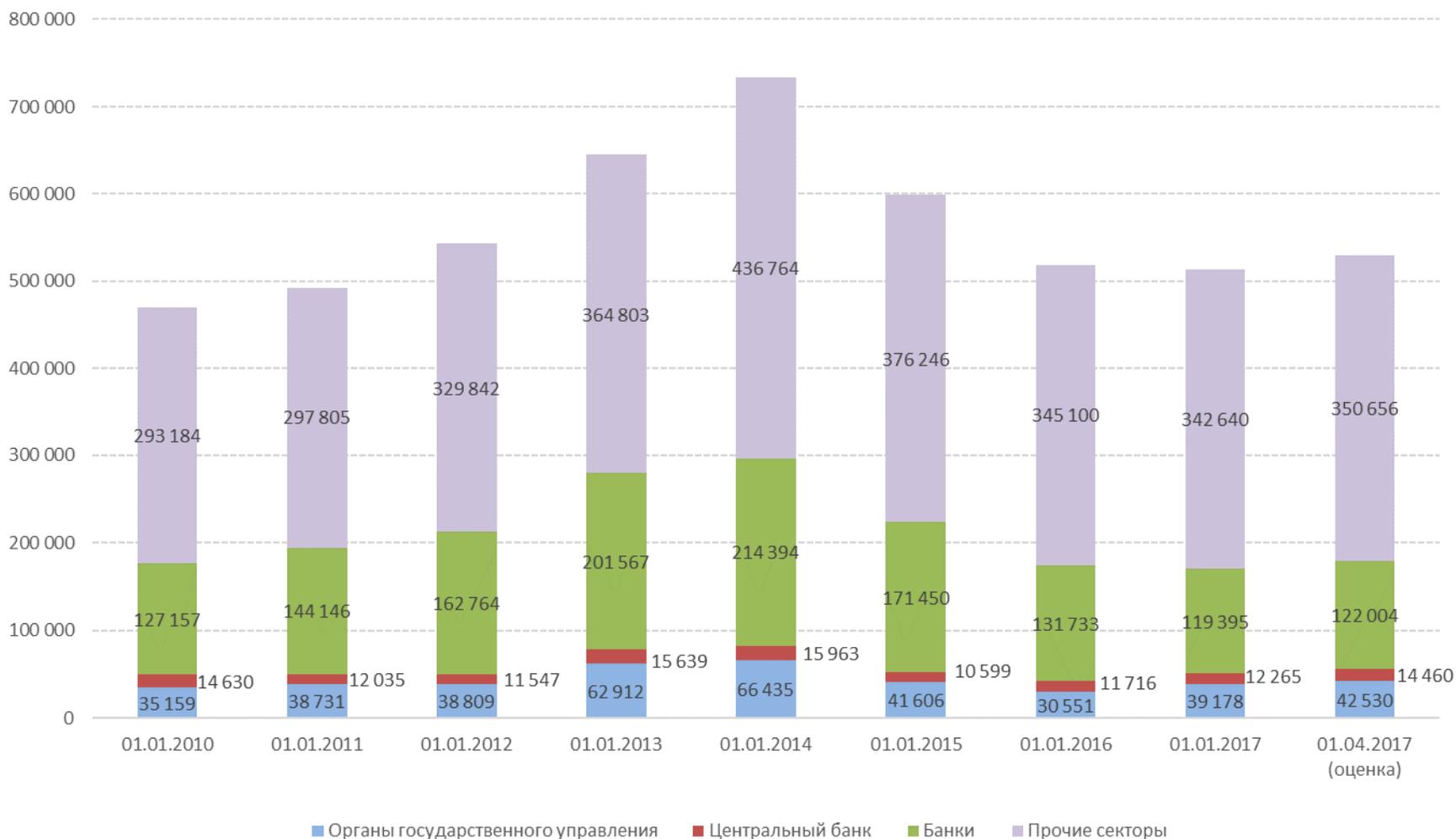
Список источников.

1. Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru
2. «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов». Издание Банка России
3. «Динамика потребительских цен. Информационно-аналитические комментарии». Выпуск №4. Апрель 2017 Издание Банка России
4. Финансовое обозрение Банка России «Условия проведения денежно-кредитной политики» № 1. I квартал 2017 года. Издание Банка России
5. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования Банка России «О чем говорят тренды» №3 (15). Макроэкономика и рынки. Апрель 2017
6. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования Банка России «О чем говорят тренды» №4 (16). Макроэкономика и рынки. Май 2017
7. Официальный сайт Министерства Финансов Российской Федерации: www.minfin.ru
8. Официальный сайт Федерального Казначейства РФ www.roskazna.ru
9. Интерфакс
10. Ведомости
11. Reuters
12. Агентство экономической информации «Прайм»
13. РБК

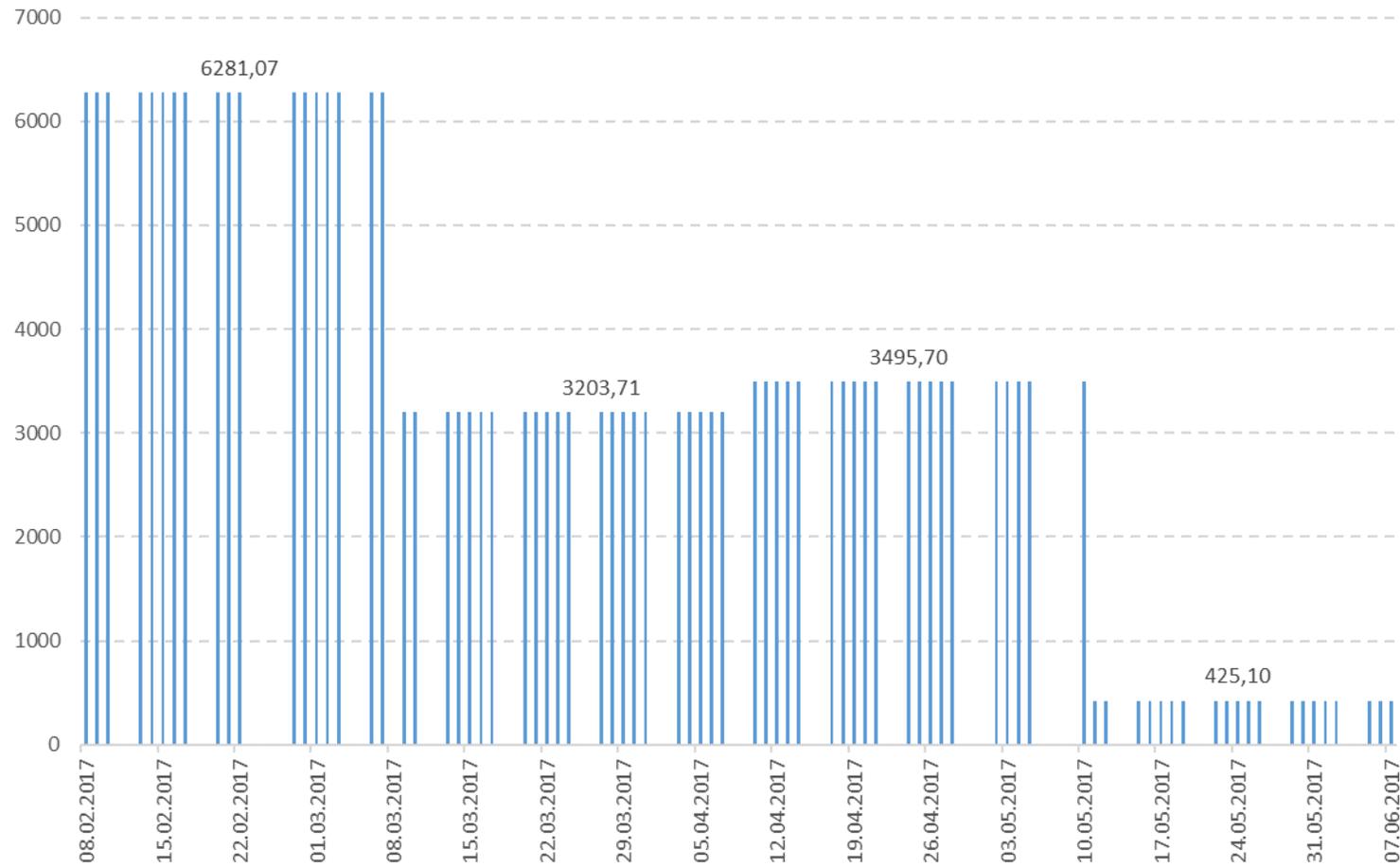
Основные компоненты счета текущих операций в 2012-2016 годах, млн долл США



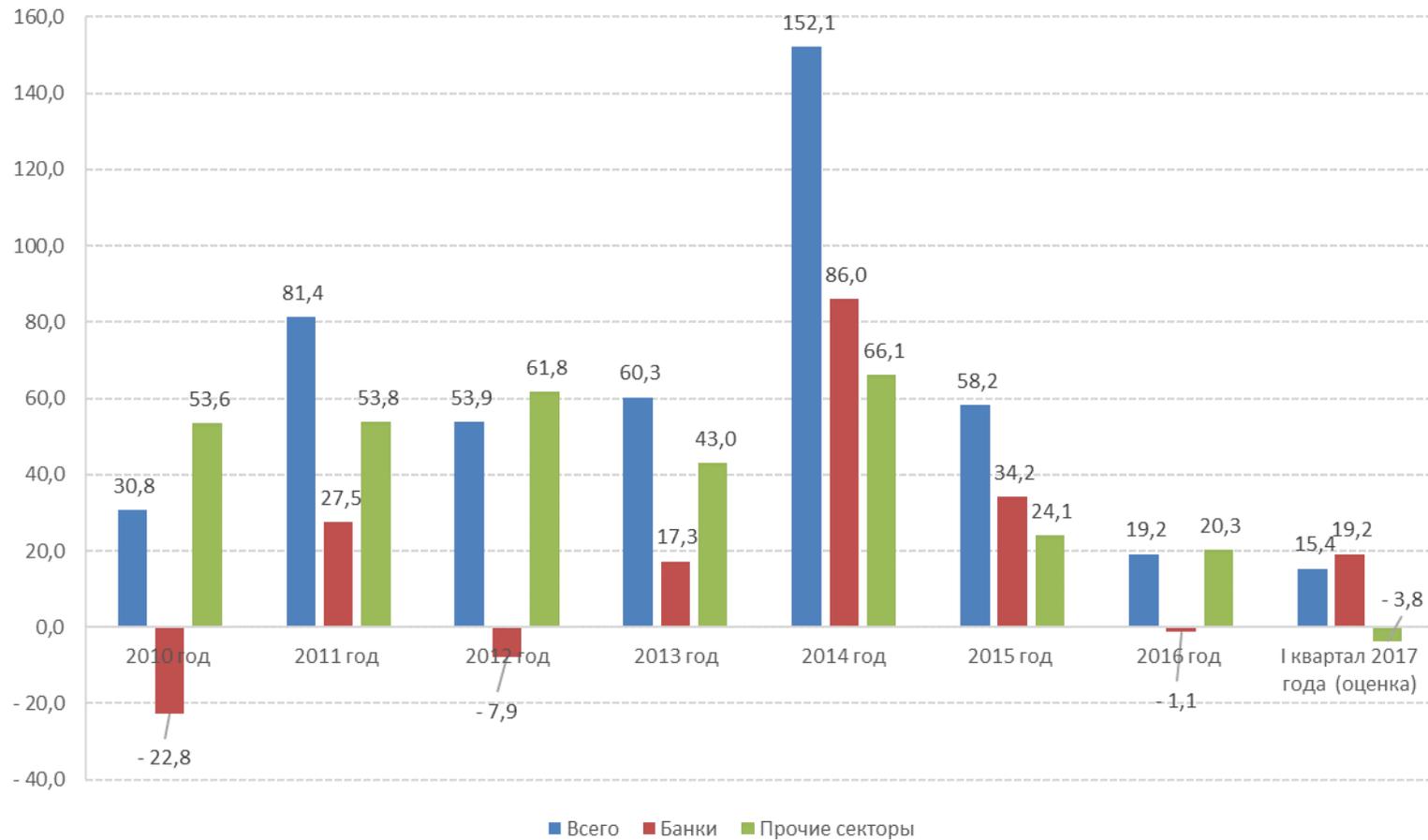
Внешний долг Российской Федерации, млн долларов США



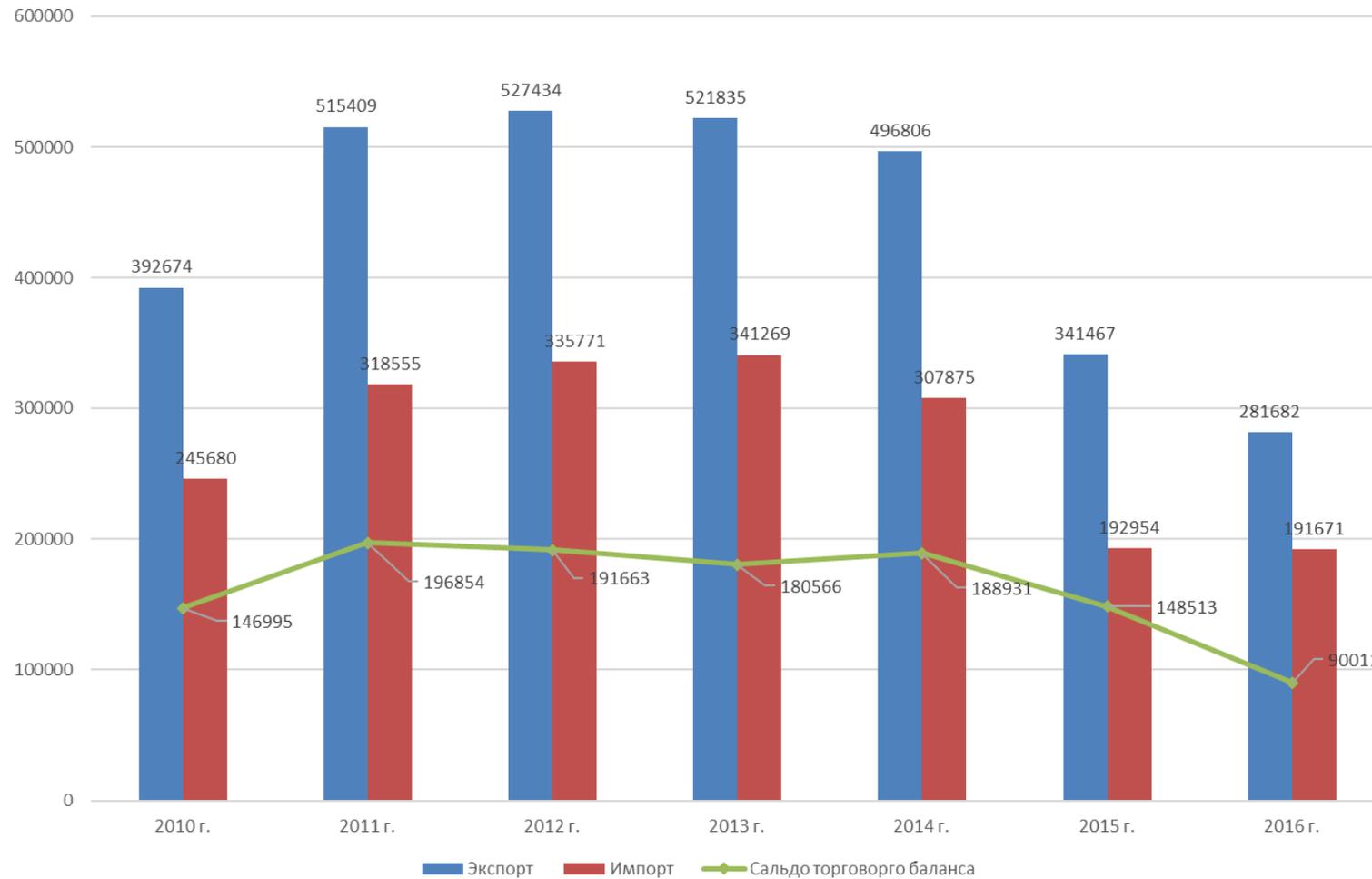
Объемы покупки валюты Минфином в 2017 году, млн руб



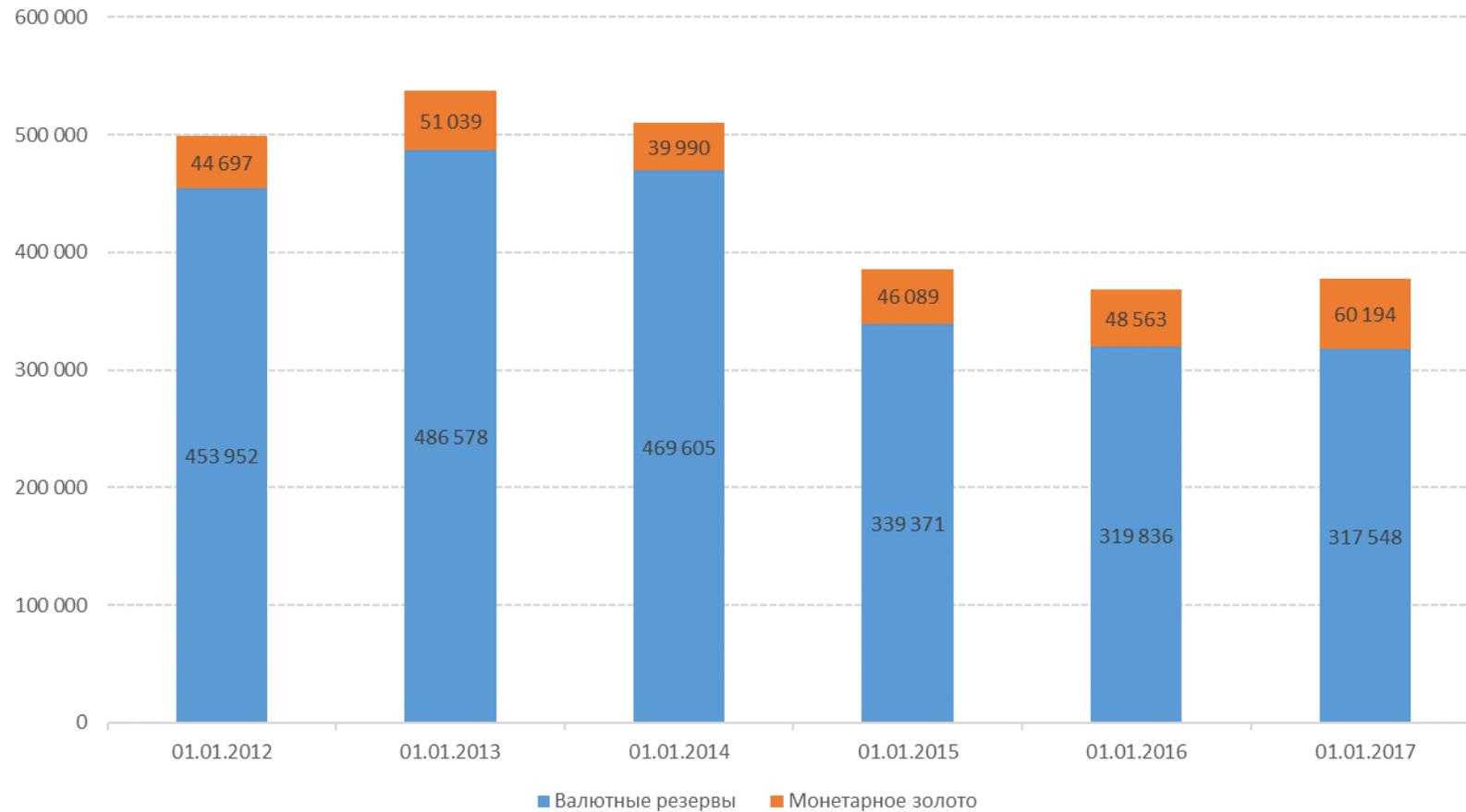
Чистый ввоз (-) /вывоз (+) капитала частным сектором в 2010-2016 годах и I квартале 2017 года, млрд. долл. США



Внешняя торговля товарами в Российской Федерации в 2010-2016 гг, млн долл США

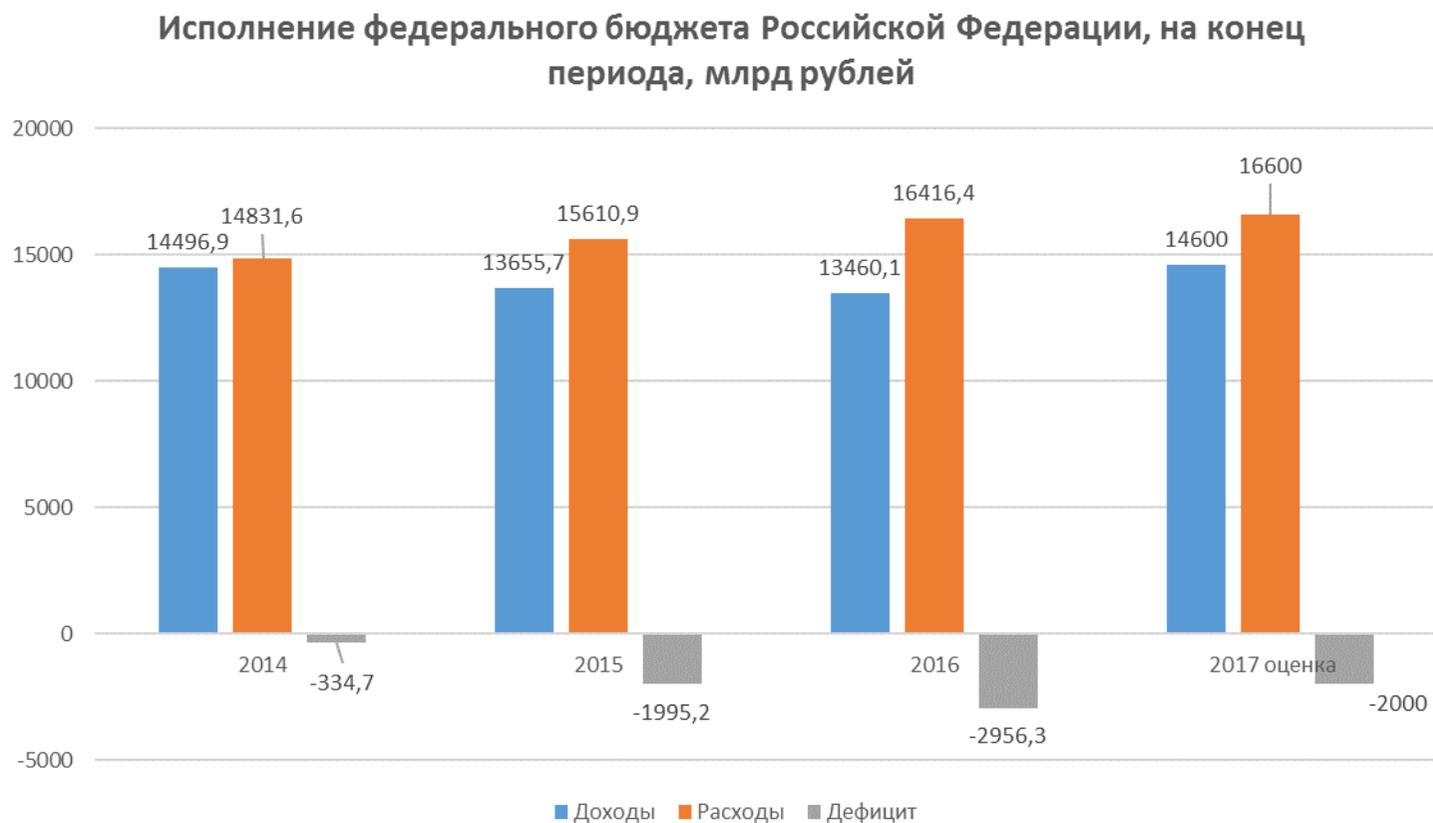


Международные резервы Российской Федерации в 2012-2017 гг, млн долл США



Внешний долг Российской Федерации, млн долларов США





Графические материалы подготовлены Информационно-аналитическим отделом Межгосударственного банка на основании данных Банка России и Министерства финансов РФ.