

Наблюдающаяся в течение июля–августа 2022 года дефляция и необходимость продолжения стимулирования инвестиционной активности с высокой вероятностью послужат причинами **понижения ключевой ставки** на заседании совета Директоров Банка России 16 сентября 2022 года. Однако, признаки возобновления инфляционного давления в среднесрочной перспективе, риски возобновления оттока депозитов и слабая реакция доходностей ОФЗ и ставок по кредитам на понижение ключевой ставки в июле 2022 года **ограничат масштабы дальнейшего снижения ставки**.

РЕЗЮМЕ:

- ✓ Базовый сценарий НРА предполагает, что ключевая ставка будет **понижена до 7,5% годовых**. В оптимистическом сценарии, если Банк России посчитает выгоду от снижения ставки для стимулирования роста экономики больше, чем ее потери от реализации инфляционных рисков, то ставка будет снижена до 7%. Этот сценарий маловероятен в связи с наблюдающейся стабилизацией экономической активности, слабой реакции ставок и возобновления роста кредитования. В пессимистическом сценарии ставка будет снижена на 0,25%, до 7,75%. Этот сценарий также маловероятен из-за продолжающейся дефляции. **У Банка России есть еще возможности смягчить денежно-кредитную политику**.
- ✓ По прогнозам НРА, в следующие три заседания **Банк России будет снижать ставку** с шагом 0,25%–0,5%. К концу года ключевая ставка с наибольшей вероятностью **составит 6,5%–7%**. Мы считаем маловероятным, что ключевая ставка будет установлена ниже нейтрального уровня в 5%–6%. Об этом говорит и базовый прогноз Банка России на 2023 год, предполагающий средний уровень ставки за этот период в 6,5%–8,5%. Наоборот, прогноз показывает, что Банк России в 2023 году может перейти к ужесточению денежно-кредитной политики (ДКП) в случае отклонений инфляции от годовых целей в 5%–7%.
- ✓ Первым ограничивающим фактором, препятствующим существенному снижению ключевой ставки, является **рост проинфляционных рисков в среднесрочной перспективе**. Этому способствует рост денежной массы на фоне оживления кредитования и усиления бюджетного импульса. На сентябрь 2022 года инфляция (14,1% в годовом выражении) уже находится в пределах цели, заданной в базовом сценарии ДКП (12%–15%). Поэтому **умеренное смягчение ДКП выглядит наиболее вероятным**.
- ✓ Второй ограничивающий фактор – **риск сокращения объемов срочных депозитов**. После прошедших раундов снижения ключевой ставки этот объем стабилизировался и прекратил рост. Существенное снижение ключевой ставки может привести к дальнейшему оттоку средств из банков, что приведет не только к сокращению источников фондирования кредитных организаций, но и будет увеличивать инфляционное давление.
- ✓ Третьим ограничивающим фактором является **замедление темпов снижения рыночных ставок** по долгосрочным кредитам в сравнении с темпами снижения ключевой ставки. В уровень ставок уже заложены ожидания кредиторов по росту инфляционных и кредитных рисков (во втором квартале доля компаний, оплачивающих счета с просрочкой по итогам второго квартала 2022 года, выросла во всех сегментах).
- ✓ По оценкам НРА, в ближайшие 3 месяца ставки по ипотеке (без учета льготных программ) будут составлять 7,25%–8,5%, а максимальные ставки по льготным программам снизятся до 5%–5,5%. В сегменте автокредитования ставки будут находиться в диапазоне от 8,5% до 13,5% по новым автомобилям и от 10,5% до 14,5% по поддержанным. По потребительскому кредитованию (в зависимости от типа кредита) ставки составят от 9%. В сегменте корпоративного кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в диапазоне от 7% до 11%. Средние ставки по вкладам физических лиц теперь составят 5,5%–6,5%, а в некоторых случаях будут снижаться и до 4%–4,5%.
- ✓ НРА считает, что решения по ключевой ставке **не оказывают значительного влияния на валютный рынок**. Текущий курс рубля к доллару формируется в большей степени динамикой торгового баланса, так как свободный переток средств между рублевыми и валютными инструментами остается ограниченным. Существенно повлиять на курс рубля может новое бюджетное правило, если оно будет разработано и введено. Ожидания НРА по среднему курсу рубля в сентябре–октябре 2022 года составляет **60–62 рубля за доллар**. Однако, если правило все же будет введено, Агентство не исключает ослабления рубля к концу года до **65–70 рублей за доллар**.

РЕШЕНИЕ ПО СТАВКЕ

16 сентября 2022 года состоится очередное заседание Совета Директоров Банка России, на котором с высокой вероятностью будет принято решение по ключевой ставке. В базовом сценарии НРА рассматривается снижение ставки на 0,5%, до 7,5%. В пользу снижения ключевой ставки свидетельствует **продолжающаяся дефляция и стабилизация деловой активности**. Кроме того, снижение ключевой ставки должно поддерживать инвестиционную активность бизнеса. Однако в экономике вновь начали нарастать среднесрочные инфляционные риски, а эластичность долгосрочных процентных ставок в ответ на снижение ключевой ставки снизилась. Кроме того, кредиторы закладывают в кредитные ставки ожидания об увеличении рисков данного бизнеса.

28 февраля 2022 года Совет Директоров Банка России **повышал ключевую ставку до 20% годовых**. Это было связано с ухудшением внешних условий для российской экономики. Повышение ключевой ставки **смогло обеспечить увеличение депозитных ставок** до уровней, необходимых, чтобы компенсировать возросшие девальвационные и инфляционные риски. На последующих заседаниях Банк России, по мере уменьшения рисков, постепенно смягчал ДКП. 22 июля 2022 года ключевая ставка была снижена сразу на 150 базисных пунктов, **до 8,00% годовых**.

В июле 2022 году Банк России отмечал, что будет принимать дальнейшие решения по ключевой ставке с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, процесса структурной перестройки экономики, а также оценивая риски со стороны внутренних и внешних условий, и реакции финансовых рынков на них. **Базовый сценарий развития экономики предполагает снижение инфляции до 12,0–15,0% в 2022 году, 5,0–7,0% в 2023 году и возврат к 4% в 2024 году**.

ИНФЛЯЦИЯ НАХОДИТСЯ В ЦЕЛЕВОМ КОРИДОРЕ ДКП

За период с июля 2022 года по 1 декаду августа 2022 года в России наблюдалось устойчивое снижение цен. На конец августа годовая инфляция в годовом выражении снизилась до 14,3%, а на 5 сентября 2022 года она составляла 14,1%. Таким образом, рост цен находится в границах цели, установленной ДКП (12%–15%). Дефляция в первую очередь подпитывалась снижением цен на сезонные продовольственные товары, а также цен на непродовольственные товары, с высокой зависимостью от валютного курса (Таблица 1).

Табл.1.

Инфляционная картина в российской экономике

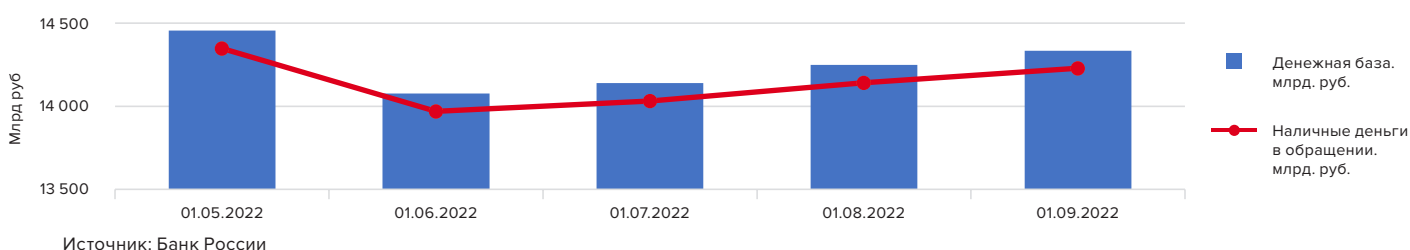
ПЕРИОД	Инфляция		Продукты питания		Непродовольственные товары		Услуги	
	% м/м	% г/г	% м/м	% г/г	% м/м	% г/г	% м/м	% г/г
Июнь 2021	0,69	6,50	0,64	7,90	0,68	7,04	0,76	3,95
Июль 2021	0,31	6,46	-0,50	7,43	0,77	7,55	0,88	3,83
Август 2021	0,17	6,68	0,51	7,7	0,80	7,97	0,32	3,78
Сентябрь 2021	0,60	7,40	0,99	9,21	0,64	8,06	0,00	4,22
Октябрь 2021	1,11	8,13	2,17	1,89	0,78	8,17	0,01	4,36
Ноябрь 2021	0,96	8,40	1,27	10,81	0,72	8,32	0,81	5,15
Декабрь 2021	0,82	8,39	1,36	10,62	0,64	8,58	0,26	4,98
Январь 2022	0,99	8,73	1,44	11,09	0,67	8,73	0,76	5,38
Февраль 2022	1,17	9,15	1,56	11,46	0,78	8,96	1,13	6,10
Март 2022	7,61	16,69	6,73	17,99	11,25	20,34	3,99	9,94
Апрель 2022	1,56	17,83	2,87	20,48	0,53	20,19	1,07	10,87
Май 2022	0,15	17,10	0,60	20,05	-0,09	19,20	-0,32	10,03
Июнь 2022	-0,35	15,90	-1,10	17,98	-0,41	17,92	0,88	10,17
Июль 2022	-0,39	14,39	-1,53	16,76	-0,44	16,01	1,41	10,75
Август 2022	-0,52	14,38	-1,36	16,48	-0,05	15,95	0,05	9,23

Источник: Федеральная служба государственной статистики

За период с 30 августа по 5 сентября 2022 года индекс потребительских цен **составил 99,87%**. Изменение цен с начала года составило: **10,24%**. Прогноз инфляции от НРА на конец года составляет **12%–12,5%**, то есть рост цен должен оказаться на нижней границе целевых показателей **ДКП**. Это снижает вероятность дальнейшего существенного смягчения **ДКП**.

Тем не менее, в среднесрочной перспективе наблюдается **усиление инфляционного давления**. Во-первых, отмечается исчерпание эффекта усиления рубля. В свою очередь введение нового бюджетного правила и снижение мировых цен на нефть может вызвать ослабление рубля и рост цен на импортные товары. Во-вторых, продолжаются ограничения на стороне предложения и высокие государственные расходы. В-третьих, инфляционное давление может еще повыситься под влиянием растущих издержек производителей в условиях поиска новых поставщиков и логистических цепочек, а также роста спроса на продукцию внутренних производителей из-за меньшей доступности импорта. В-четвертых, рост потребительского кредитования свидетельствует об оживлении потребительского спроса, что, в условиях ограниченного предложения, означает рост цен. В-пятых, инфляция в продовольственных товарах начнет сезонно разворачиваться. Наконец, в-шестых, денежная база (Рис. 1) вновь начала увеличиваться на фоне оживления кредитования в сочетании с усилением бюджетного импульса. Такое увеличение денежной базы является одним из ключевых проинфляционных рисков.

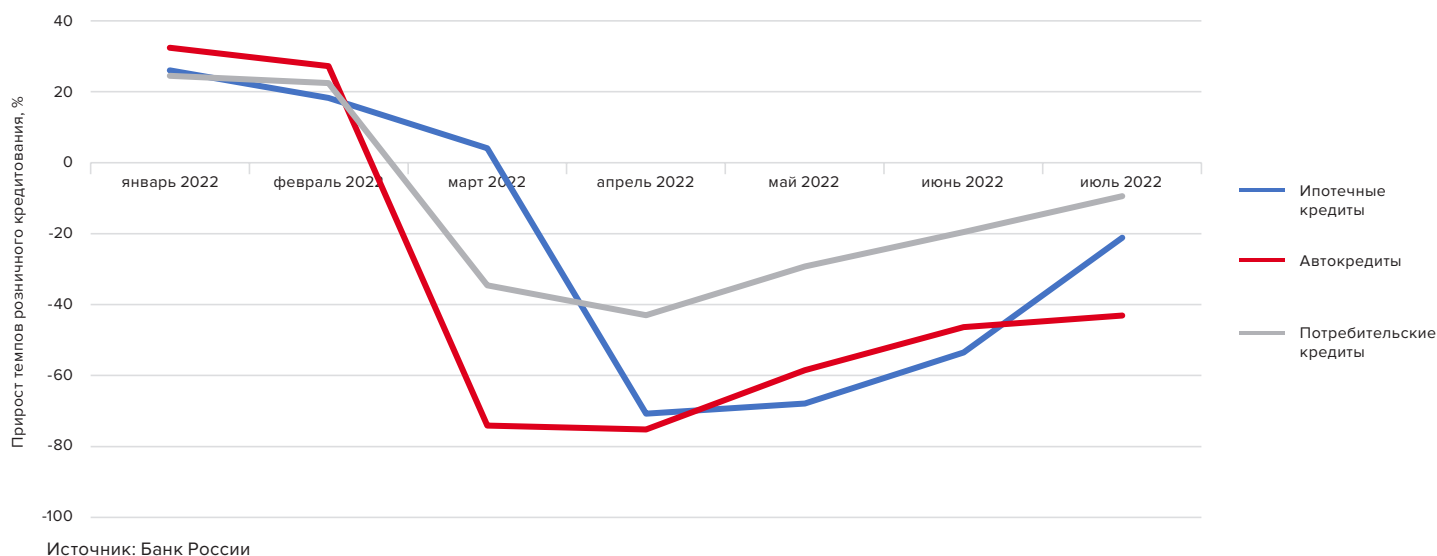
Рис.1.
Денежная база в узком определении



КРЕДИТНАЯ АКТИВНОСТЬ ВОССТАНАВЛИВАЕТСЯ, А РОСТ ВКЛАДОВ ЗАМЕДЛЯЕТСЯ

Смягчение денежно-кредитной политики Банка России и снижение неопределенности по мере происходящей адаптации российской экономики к изменившимся внешнеэкономическим условиям **стимулируют расширение кредитной активности**. В первую очередь наблюдается **оживление розничного финансирования** (Рис. 2). Этому способствует не только снижение ставок по кредитам физических лиц, но и увеличение импорта и улучшение потребительских настроений. **Норма сбережений начала снижаться**. Также, льготные ипотечные программы ведут к росту объемов выдач ипотечных кредитов. Мощный импульс в потребительском кредитовании с одной стороны говорит о необходимости дальнейшего снижения ставки, но с другой стороны создает новые инфляционные риски в среднесрочной перспективе.

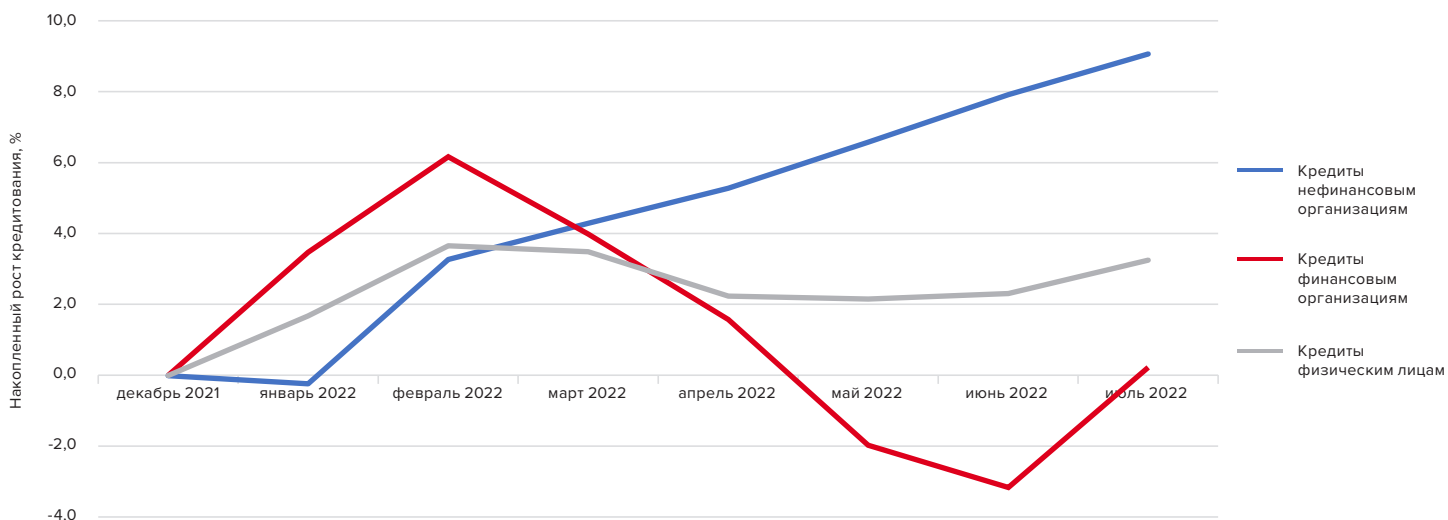
Рис.2.
Темпы прироста розничного кредитования в 2022 году



Снижение ставок, последовавшее после смягчения ДКП, способствовало **существенному росту корпоративных кредитов** (Рис. 3).

Рис.3.

Накопленная динамика кредитования по различным направлениям

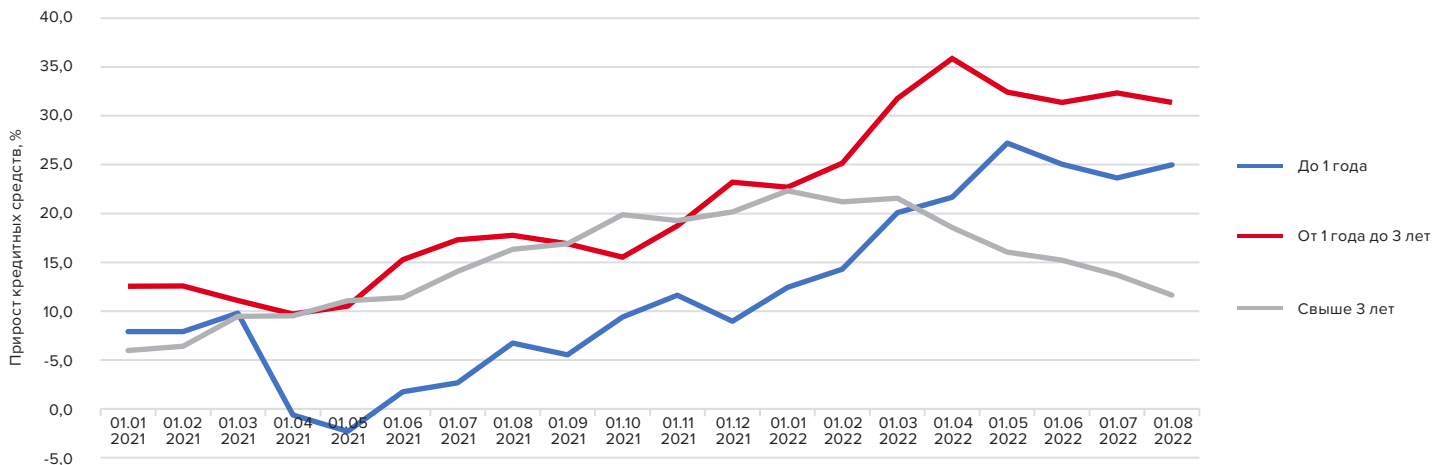


Источник: Банк России

Однако, временная структура кредитного портфеля (Рис. 4) свидетельствует о том, что кредиты берутся для финансирования текущей деятельности и закрытию кассовых разрывов. Это говорит о **продолжающемся снижении инвестиционного спроса**, но также и об ухудшении условий платежей со стороны поставщиков, проблемах с поставками и логистикой сырья, товаров и оборудования. **Кредитные риски в экономике начинают нарастать** (Рис. 5), что отражается в стоимости заимствований на всех сроках и уменьшении эластичности ставок от ДКП.

Рис.4.

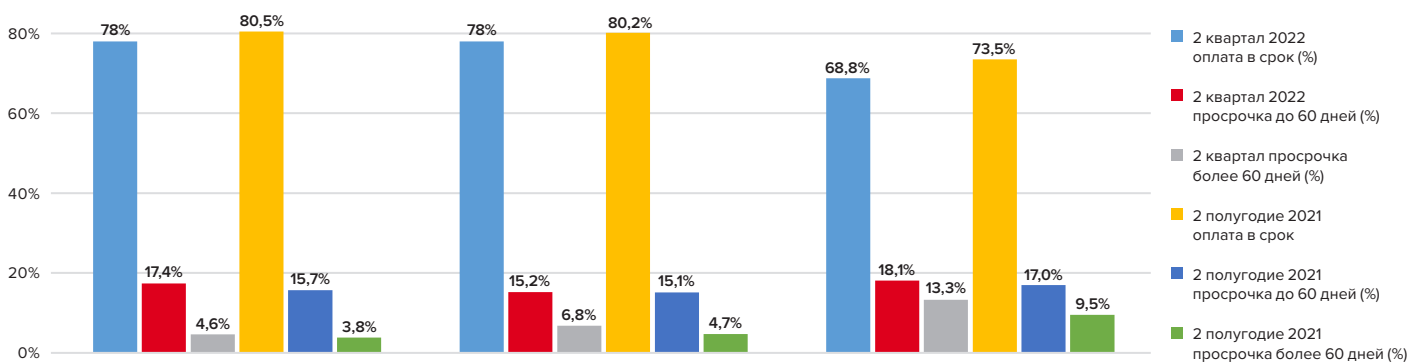
Прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям



Источник: Банк России

Рис.5.

Платежная дисциплина нефинансовых компаний в 2022 году



Источник: СПАРК Интерфакс

Эти возрастающие и трансформирующиеся риски в экономике приводят к тому, что эластичность доходностей ОФЗ по отношению к изменению ключевой ставки существенно снизилась. Например, снижение ключевой ставки в июле 2022 году не привело к существенному изменению доходностей ОФЗ на дальнем конце кривой. И это несмотря на то, что в обновленном прогнозе Банка России инвесторы увидели возможность дальнейшего снижения ключевой ставки еще на 100 б.п. до конца года. Поскольку доходности ОФЗ во многом определяют трансфертную кривую, исходя из которой банки формируют ставки по своим финансовым продуктам, стабилизация доходностей длинных ОФЗ предполагает и стабилизацию кредитных ставок по долгосрочным кредитам. Поскольку дальнейшее существенное смягчение ДКП не приведет к снижению стоимости долгосрочных кредитов и усилению инвестиционной активности мы не ждем от Банка России существенного снижения ставки.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

Снижение экономической активности в российской экономике произошло более умеренными темпами, чем ожидалось Агентством. **Причинами являлись устойчивая финансовая система и существенные материальные и финансовые запасы.** При этом материальные запасы были созданы предприятиями как реакция на кризис, связанный с распространением новой коронавирусной инфекции. Поэтому резкое падение производственной активности после снижения импорта в марте–мае 2022 года не произошло. Наконец, **глубина падения добычи нефти и других полезных ископаемых оказалась ниже,** чем ожидало Агентство в начале марта 2022 года. Так, по оценке Минэкономразвития России, в июле снижение ВВП замедлилось до -4,3% г/г после -4,9% г/г в июне и -4,0% г/г во 2 кв. 2022 года. В июле экономическая активность поддерживалась сохранением роста в добывающей промышленности и динамики в сельском хозяйстве, а также значительным улучшением показателей строительства. Также отмечалась положительная динамика в добыче полезных ископаемых: +0,9% г/г после +1,4% г/г в июне, что обусловлено, прежде всего, позитивными тенденциями в добыче сырой нефти, включая газовый конденсат (+2,9% г/г в июле). В сельском хозяйстве рост выпуска составил +0,8% г/г после +2,1% г/г в мае–июне. Кроме того, поддержку экономике оказало увеличение объемов работ в строительстве (+6,6% г/г после +0,1% в июне). В отраслях обрабатывающей промышленности в июле наблюдалось замедление спада (-1,1% г/г после -4,7% г/г в июне), тем не менее, в транспортной отрасли и оптовой торговле сохранялась отрицательная динамика.

Падение экономической активности **может усилиться во втором полугодии 2022 года и в 2023 году.** Среди возможных причин: ужесточение антироссийских санкций (например, установление лимита на цену российской нефти) и потенциальное снижение цен на товары. Также спад экономической активности будет вызван структурной перестройкой экономики, которая может занять от 1,5 года и более (Таблица 2).

Табл. 2.

Макроэкономический прогноз рейтингового агентства НРА

ПОКАЗАТЕЛИ	2021 факт	2022 оценка	2023 прогноз	2024 прогноз
Индекс потребительских цен, %	8,4	11–13	6–7	5–6
Валовой внутренний продукт, %	4,7	(3)–(5)	(0,5)–0,5	1,3–1,7
Инвестиции в основной капитал, %	7,7	(8)–(10)	(0,3)–(0,7)	1,8–2,3
Реальные располагаемые доходы населения, %	3,1	(3)–(4)	(1)–(2)	0–1
Уровень безработицы, %	4,8	4,7–5,0	5,0–5,3	4,9–5,2
Средний размер ключевой ставки, %	5,0	10–10,5	6,5–8,5	5,5–6,5

Источник: Федеральная служба государственной статистики

Снижение ключевой ставки может поддержать экономическую активность, помочь предприятиям рефинансировать задолженность и снизить возможные угрозы дефолтов. Вместе с тем резкое снижение ставки в условиях недостатка капитальных товаров может повысить инфляционное давление. Поэтому мы ожидаем умеренных шагов от Банка России.

СЕРГЕЙ ГРИШУНИН

Управляющий директор рейтинговой службы
E-mail: grishunin@ra-national.ru

ВАСИЛИСА КОВАЛЕВА

Младший аналитик рейтингов инвестиционных посредников
E-mail: vkovaleva@ra-national.ru

Контакты для СМИ

ВАЛЕРИЙ ВОЛЫНЧИКОВ

Директор по связям с общественностью
Тел. +7 (495) 122-22-55 (107)
E-mail: volynchikov@ra-national.ru

Клиентская служба

ТАТЬЯНА ГРИГОРЬЕВА

Директор Клиентской службы
Тел. +7 (495) 122-22-55 (101)
Моб. +7 (903) 589-04-27
E-mail: grigoryeva@ra-national.ru



Национальное Рейтинговое Агентство

115191, г. Москва, Гамсоновский пер., д.2, стр.7
тел./факс: +7 (495) 122-22-55
www.ra-national.ru

Ограничение ответственности Агентства

© 2022

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «HRA»), является его интеллектуальной собственностью, и все права на него охраняются действующим законодательством РФ. Вся содержащаяся в нем информация, включая результаты расчетов, выводы, методы анализа и др., предназначена исключительно для ознакомления; их распространение любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «HRA» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «HRA» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «HRA» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: www.ra-national.ru

ООО «HRA» и любые его работники не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у лиц, ознакомившихся с настоящим аналитическим обзором, в результате их самостоятельных действий в связи с полученной из него информацией, в том числе за любые убытки или ущерб иного характера, прямо или косвенно связанные с такими действиями. Вся содержащаяся в аналитическом обзоре информация представляет собой выражение независимого мнения ООО «HRA» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «HRA» считает надежными. Любые сделанные в нем предположения, выводы и заключения не имели целью и не являются предоставлением рекомендаций по принятию инвестиционных решений и проведению операций на финансовых рынках или консультацией по вопросам ведения финансово-хозяйственной деятельности. ООО «HRA» не несет ответственности за точность и достоверность сведений и данных, полученных из использованных источников, и не имеет обязанности по их верификации, а также по регулярному обновлению информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре.