

## РЕЗЮМЕ:

- ✔ **Ослабление инфляционного давления**, опасение полной остановки кредитования и ухудшение кредитного качества корпоративных заемщиков из-за высокой стоимости нового долга с высокой вероятностью послужат причинами **понижения ключевой ставки** на плановом заседании Совета Директоров Банка России в конце апреля 2022 года.
- ✔ Базовый сценарий НРА предполагает, что на ближайшем заседании Совета Директоров Банка России ключевая ставка будет понижена до **14%–15%** годовых. Цель понижения ключевой ставки: поддержка экономики в условиях жестких санкций, необходимость трансформации логистических цепочек, а также **оживление кредитования**.
- ✔ Текущий кризис является кризисом снижения **совокупного спроса**. Данные Сбериндекса свидетельствуют о существенном **сокращении потребительского спроса** с конца февраля 2022 года. Несмотря на то, что потребительский спрос начал медленно восстанавливаться, для его устойчивого восстановления необходимо смягчение, а не ужесточение денежно-кредитной политики.
- ✔ Еще одним аргументом в пользу снижения ключевой ставки является **кризис «внезапной остановки»** в потребительском кредитовании. **Снижение темпов кредитования** в марте практически до 0 будет способствовать дальнейшему сокращению спроса.
- ✔ Третьим аргументом в пользу снижения ключевой ставки является **замедление как темпов инфляции**, так и **инфляционных ожиданий населения**. Недельная инфляция начинает сокращаться уже третью неделю подряд. Этот факт в совокупности со снижением кредитования и потребительского спроса, а также с рекордными ставками по депозитам, говорит о переключении населения на сберегательную модель. Кроме того, наблюдается снижение инфляционных ожиданий: в апреле 2022 года медианная оценка ожидаемой в следующие 12 месяцев инфляции **составила 12.5%** по сравнению с мартом 2022 года в размере **18.3%**.
- ✔ В-четвертых, тренд на снижение ключевой ставки следует из **«голубиной» риторики Банка России**. По словам его Председателя, Банк не будет пытаться любыми методами вернуть инфляцию к цели в 4%, так как это помешало бы адаптироваться бизнесу, для которого сейчас восстановление поставок необходимых импортных компонентов сложнее и дороже, и это неизбежно отразится на цене конечной продукции.
- ✔ НРА ожидает, что Банк России сохранит ставку 15% по крайней мере до заседания 28 октября 2022 года. Это связано с тем, что экономика России для дальнейшего снижения ключевой ставки должна пройти, по крайней мере, часть пути по адаптации к новым внешнеэкономическим условиям. Тем не менее, НРА прогнозирует снижение ключевой ставки к **концу 2022 года до 12%**.
- ✔ Агентство полагает, что в ближайшие 3 месяца ставки по ипотеке (без учета льготных программ) будут составлять **14%–16%**. В сегменте автокредитования ставки будут находиться в диапазоне от **16% до 23%** по новым автомобилям и **от 19% до 25%** по подержанным. По потребительскому кредитованию (в зависимости от типа кредита) ставки составят **от 17% до 30%**. В сегменте корпоративного кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в диапазоне **от 15% до 18%**, а в сегменте МСП: **18%–20%**. Агентство также ожидает, что средние ставки по вкладам физических лиц составят **от 12% до 14%**.

## ЧТО ОЖИДАЕТСЯ

29 апреля 2022 года состоится очередное заседание Совета Директоров Банка России, на котором будет принято решение по ключевой ставке. Базовым сценарием НРА рассматривает снижение ключевой ставки **до 14%–15%** годовых. Это связано с некоторым ослаблением инфляционного давления к концу апреля 2020 году, необходимостью увеличения совокупного спроса и «перезапуска» кредитования. Также регулятор опасается ухудшения кредитного качества корпоративных заемщиков из-за высокой стоимости нового долга. 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. 8 апреля 2022 года регулятор снизил ключевую ставку **до 17% годовых** из-за некоторого снижения угроз для финансовой стабильности. Снижение рисков проявилось: в сокращении темпов инфляции, стабилизации обменного курса рубля и устойчивого прироста средств на срочные депозиты.

## УСЛОВИЯ ПЕРЕСМОТРА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

В пресс-релизе от 8 апреля 2022 года Банк России выделял следующие ключевые факторы, на которые он будет **обращать внимание при принятии решения по ключевой ставке**:

- 1 Риски со стороны внешних и внутренних условий и реакция на них финансовых рынков
- 2 Фактическая и ожидаемая динамика инфляции относительно цели в 4% годовых
- 3 Развитие экономики на прогнозном горизонте

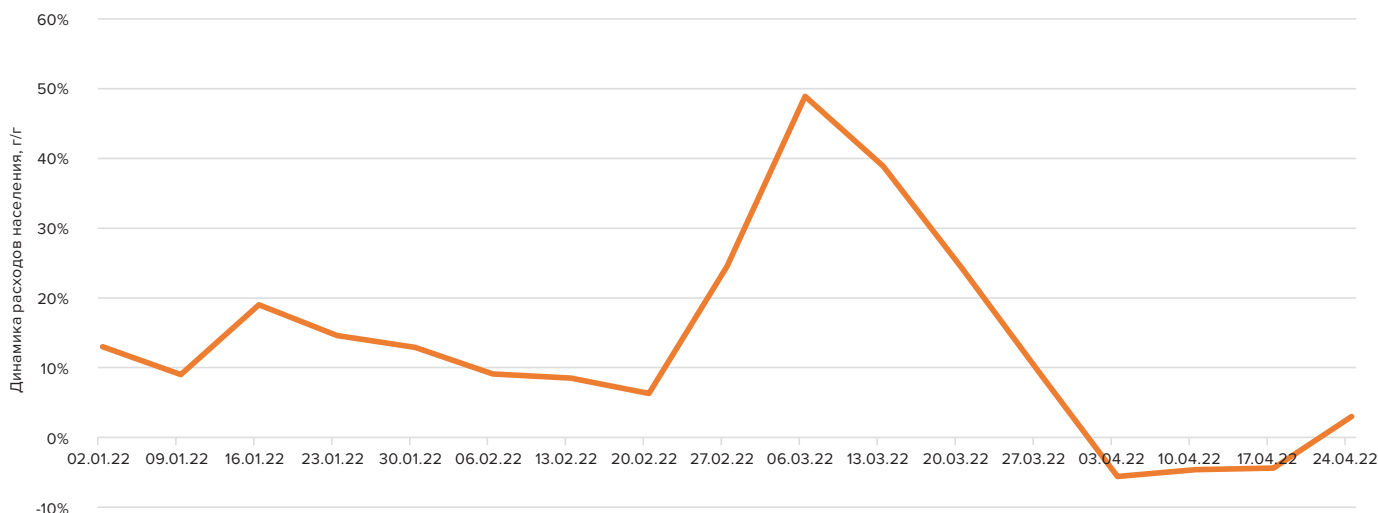
Как будет показано ниже, по большинству этих факторов наблюдается стабилизация, позволяющая «смягчить» денежно-кредитную политику

## ДИНАМИКА СОВОКУПНОГО СПРОСА

Динамика индикатора СберИндекс (отражает динамику расходов населения по картам Сбера) (Рис. 1) показывает **снижение совокупного спроса на непродовольственные товары в апреле 2022 года** по сравнению с ситуацией годом ранее. Рост расходов в марте отображает «панический» спрос на товары населением после начала введения санкционных ограничений со стороны недружественных стран.

Рис.1.

СберИндекс. Динамика потребительских расходов по непродовольственным товарам (г/г).



Источник: Сбер

Наиболее существенное снижение расходов пришлось на категории «одежда» и «обувь» (Таблица 1). По некоторым позициям, таким как мебель, бытовая техника, строительство наблюдается устойчивый негативный тренд.

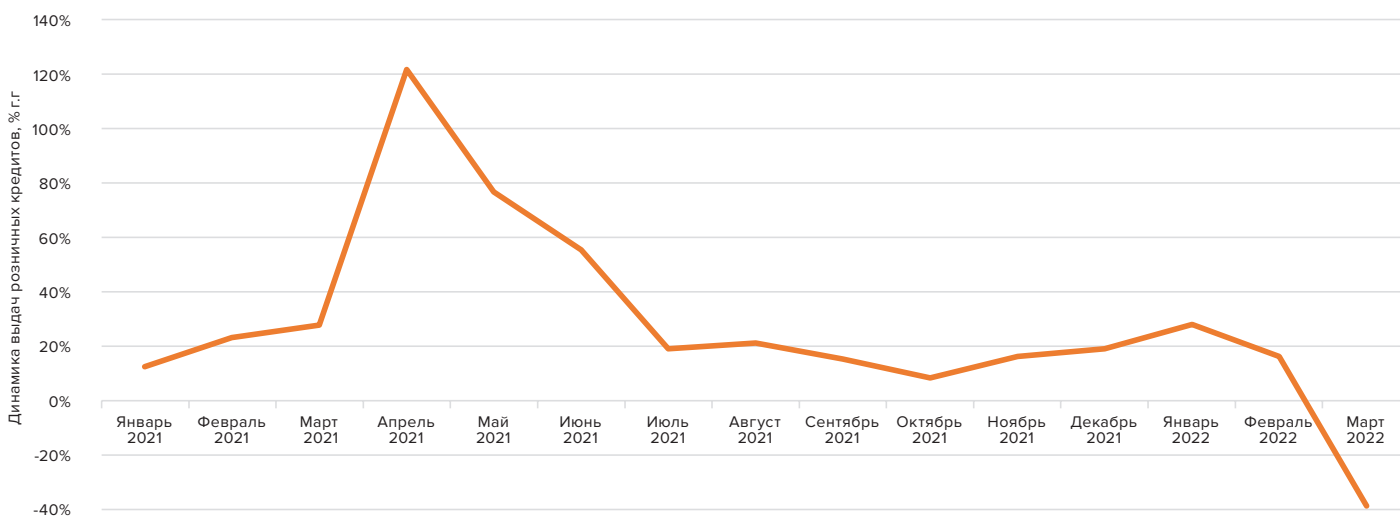
**Табл.1.**  
**СберИндекс, динамика потребительских расходов на отдельные виды товаров (% , год к году)**

Товары	03 апреля 2022	10 апреля 2022	17 апреля 2022	24 апреля 2022
Автомобили	-14,1	-10,6	-10	-4,4
Бытовая техника и электроника	-19,4	-17,2	-12	-13
Мебель	-15,8	-16,7	-17,6	-22,7
Одежда и обувь	-41,9	-39,2	-36,9	-35,2
Лекарства	-2,9	-5,8	-7,9	-8,3
Строительство и ремонт	-5,4	-7,2	-10,6	-13,4

Источник: Сбер

Снижение совокупного спроса косвенно подтверждается сокращением кредитования населения (Рис. 2). В ситуации повышенной неопределенности банки ужесточили стандарты кредитования заемщиков, а заемщики не были готовы брать кредиты по высоким ставкам.

**Рис.2.**  
**Динамика выдач рублевых розничных кредитов (год к году), %**

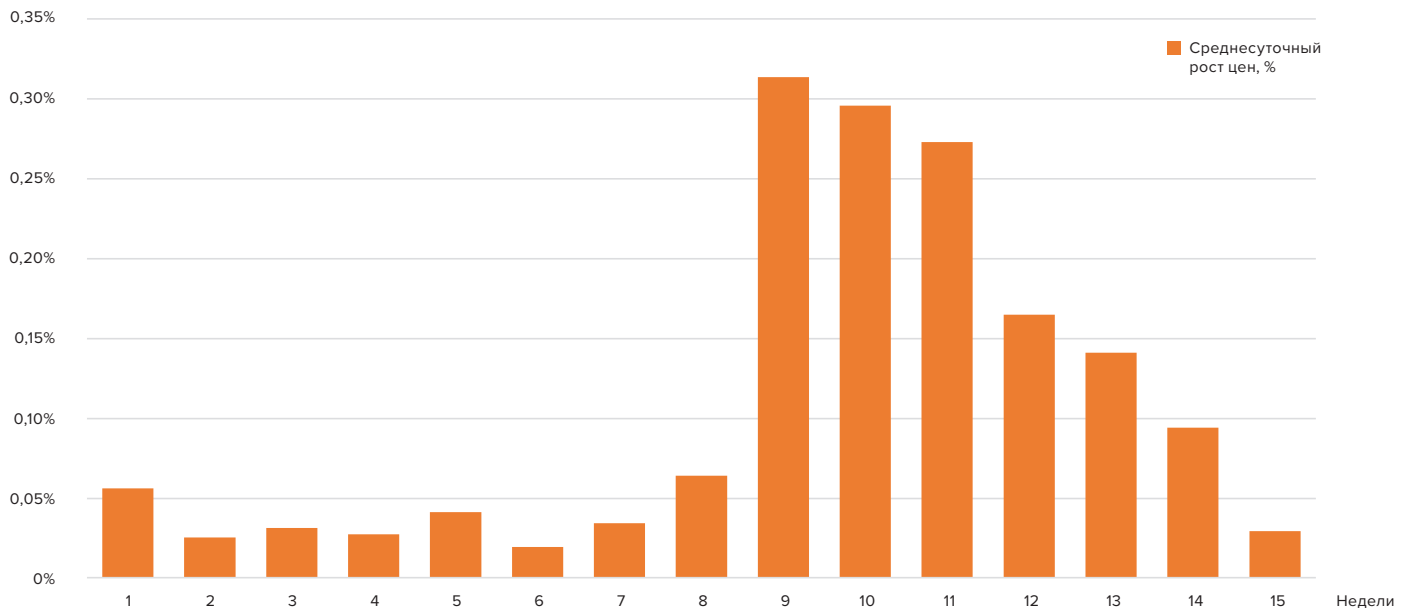


Источник: Банк России

График на рис. 1 показывает, что снижение ключевой ставки до 17% в начале апреля **положительно повлияло на темпы роста совокупного спроса**. Однако, этот тренд остается крайне неустойчив, так как резкое сокращение кредитования сохраняет риски дальнейшего падения совокупного спроса на непродовольственные товары. В таких условиях Банк России, скорее всего, продолжит смягчение денежно-кредитной политики.

## ИНФЛЯЦИОННАЯ КАРТИНА

Инфляция в России **резко выросла**, начиная с конца февраля 2022 года как реакция на масштабные санкционные шоки, однако, недельные данные о росте потребительских цен указывают на **некоторую стабилизацию инфляционной картины** (Рис. 3). Эта стабилизация вызвана **прекращением девальвации** российского рубля, а также **резким сжатием спроса**.

**Рис.3.****Среднесуточный недельный рост цен с начала 2022 года**

Источник: Банк России

С 9 по 15 апреля 2022 года инфляция составила **0.20%**, с начала месяца – **1.00%**, с начала года – **11.05%**. Годовой показатель – **17.6% г/г**. НРА прогнозирует, что в годовом выражении в 2022 году инфляция составит **22–24%**.

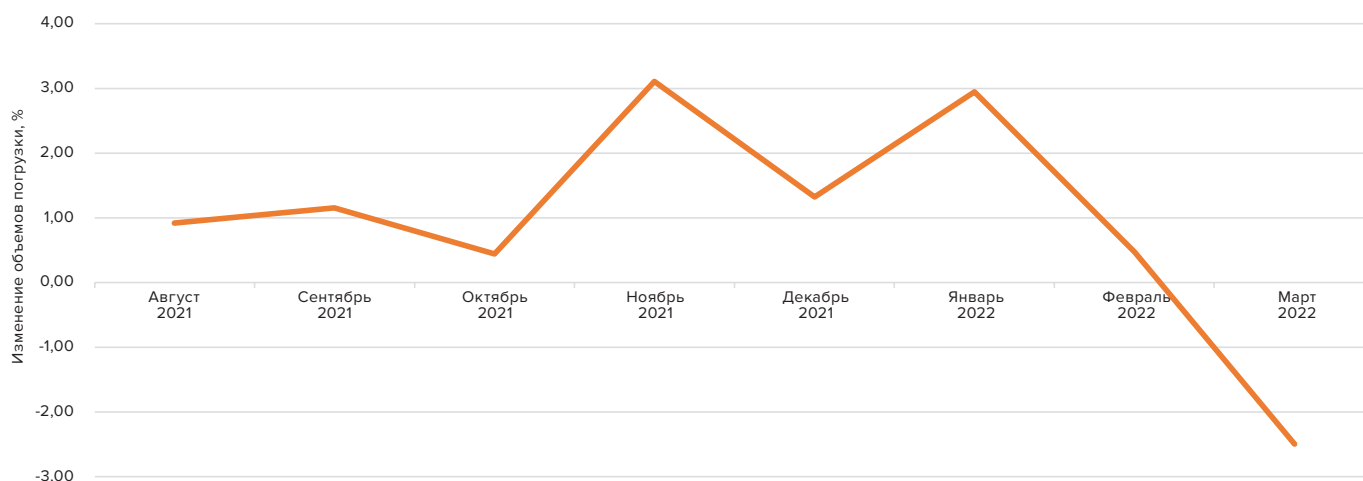
Поскольку инфляция вызвана не ростом совокупного спроса, а, в первую очередь, ростом цен производителей на фоне санкционных ограничений, ухудшения ситуации с логистикой и ограниченными возможностями переключения на внутренних поставщиков, то управление инфляцией с помощью ключевой ставки не является эффективным. Высокая ставка не поможет снизить инфляцию, а только «раскритикует» ее за счет сокращения предложения товаров и услуг. Поэтому Банк России скорее всего продолжит смягчение денежно-кредитной политики.

В пользу снижения ключевой ставки говорит также снижение инфляционных ожиданий населения. По данным ООО «инФОМ», медианная оценка инфляционных ожиданий населения на год вперед в апреле 2022 года составила **12,5%**, снизившись почти **на 6 п.п.** по сравнению с результатами мартовского опроса организации. Однако, существенного снижения ключевой ставки **до 12%** НРА не ждет, так как средний ожидаемый предприятиями темп прироста отпускных цен в ближайшие три месяца, начиная с апреля 2022 года, по данным ООО «инФОМ» **составил 18,0%** в годовом выражении, в розничной торговле – **28,8%**.

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДИНАМИКА ОСТАЕТСЯ НЕБЛАГОПРИЯТНОЙ

Санкционные ограничения вызвали **существенные шоки предложения и спроса**, оказывающие значительное влияние на **экономическую динамику**. Доля экспорта и доля импорта в российском ВВП будут снижаться при одновременном **снижении самого ВВП**.

Большинство косвенных экономических индикаторов в марте–апреле 2022 года показывают отрицательную динамику. Так, объемы российской нефти, экспортируемой в танкерах, **сократились на четверть** в период с 8 по 15 апреля 2022 года. Добыча нефти в первой половине апреля 2022 года **уменьшилась до 10.2 млн. баррелей** в сутки по сравнению с **11.1 млн. баррелей в феврале 2022 года**. По данным ПАО «Газпром», экспорт газа в дальнее зарубежье с начала года по 15 апреля 2022 года **сократился на 26.4% г/г до 44.6 млрд кубометров**. Добыча газа за тот же период **снизилась на 1.3% г/г до 155.9 млрд кубометров**. Отрицательную динамику также демонстрирует и объемы погрузки на железной дороге (рис. 4)

**Рис.4.****Объемы погрузки железнодорожным транспортом (помесячно, год к году)**

Источник: Банк России

В 2022 году НРА ожидает снижение ВВП на 9%–11%. В таких условиях ключевой задачей денежно-кредитной политики является поддержание кредитной активности при недопущении возникновения самораскручивающейся инфляционной спирали. Поэтому в целях допущения «сжатия» кредитной активности, Банк России, скорее всего, смягчит денежно-кредитную политику.

**КОНТАКТЫ И АВТОРЫ****СЕРГЕЙ ГРИШУНИН**

Управляющий директор рейтинговой службы

E-mail: [grishunin@ra-national.ru](mailto:grishunin@ra-national.ru)**Контакты для СМИ****СВЕТЛАНА ПОДГОРНАЯ**

Директор по связям с общественностью

Тел. +7 (495) 122-22-55 (143)

E-mail: [podgornaia@ra-national.ru](mailto:podgornaia@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](mailto:grigoryeva@ra-national.ru)

115191, г. Москва, Гамсоновский пер., д.2, стр.7

тел./факс: +7 (495) 122-22-55

[www.ra-national.ru](http://www.ra-national.ru)

Ограничение ответственности Агентства

© 2022

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»), 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 «НРА» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «НРА» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «НРА» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: [www.ra-national.ru](http://www.ra-national.ru)

ООО «НРА» 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 «НРА» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «НРА» 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 «НРА» 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.