

РЕЗЮМЕ

Ускорение инфляции в конце 2021 года и ожидаемое превышение прогноза Банка России по инфляции на конец года (прогноз регулятора – 7.9%) практически со 100%-ной вероятностью послужат причинами очередного повышения ключевой ставки Банком России с максимальным шагом в 100 базисных пунктов 17 декабря. Это самый высокий уровень ставки с сентября 2017 года.

- ✓ **Базовый сценарий НРА** предполагает, что на ближайшем заседании Совета Директоров Банка России ключевая ставка будет **повышена до 8.5%**. Цель повышения ключевой ставки – продолжить сокращать совокупный спрос и тем самым сделать очередную попытку вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, при котором спрос соответствует производственным возможностям экономики.
- ✓ НРА ожидает, что инфляция в декабре 2021 года продолжит ускоряться на фоне растущего сезонного спроса на товары и услуги, а также на фоне небольшой девальвации рубля. В связи с этим еженедельная инфляция до конца декабря составит 0.5%–0.7% в неделю. Базовый прогноз НРА по инфляции на 2021 год **составляет 8.2%**
- ✓ Несмотря на несколько циклов ужесточения денежно-кредитной политики, экономика России продолжает восстановительный рост. Агентство полагает, что **рост ВВП в 2021 году составит около 4.2%**. Этому особенно способствовал рост в отраслях, связанных с добычей полезных ископаемых, а также восстановление розничной торговли и сферы услуг. К концу 2021 года экономика полностью закроет прошлогодний провал и дальше будет расти на уровнях близких к потенциалу. В 2022 году рост ВВП составит **от 2.5% до 3.5%**
- ✓ Ужесточение денежно-кредитной политики в течение 2021 года начинает давать свои плоды. Совокупный потребительский спрос начинает сокращаться. Об этом свидетельствует **снижение индекса потребительской активности**, сокращение сезонно-сглаженного роста цен и замедление роста выпуска в подотраслях потребительского спроса. При этом динамика корпоративного кредитования остается в положительной зоне, что свидетельствует о том, что уровень процентных ставок, выросших вслед за повышением ставки ЦБ, пока не являются сдерживающим.
- ✓ Вместе с тем, НРА считает, что энергичные действия ЦБ по «закручиванию гаек» не принесут скорого результата. Наблюдаемая инфляция имеет глобальный характер и является **инфляцией предложения**, а не инфляцией спроса. Мы не согласны с мнением многих экономистов, что суммарный вклад внешних факторов в инфляцию составляет не выше 1.8% в годовом выражении. По мнению НРА, он – **в 2–2,5 раза выше из-за вторичных эффектов**. Поэтому прогноз НРА по ИПЦ на 1 квартал 2022 года **составляет 7.7%**, а среднегодовая инфляция в следующем году продолжит находиться выше отметки 6%. Для снижения инфляции необходимы совместные усилия регуляторов по всему миру.
- ✓ Дальнейшие шаги Банка России по повышению ключевой ставки могут привести к существенным экономическим издержкам. Если вклад внешних факторов в инфляцию действительно недооценен, а глобальное инфляционное давление носит долгосрочный характер, то «закручивание гаек» может привести к стагфляции.
- ✓ При прогнозируемом росте ключевой ставки до 8,5% в сегменте розничного банковского кредитования ставки могут вырасти в среднем **до 9,5%–11%** – по ипотеке, по автокредитованию – **до 15%–16%**, по потребительскому кредитованию (зависит от типа кредита) – **от 16% до 24%**. В сегменте корпоративного кредитования нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в диапазоне **от 9% до 11%**. НРА также ожидает до конца года роста средних ставок по вкладам физических лиц **до 9%–10%**, а по новогодним предложениям и **до 11%**.

1. ЧТО ОЖИДАЕТСЯ

17 декабря 2021 года состоится очередное заседание Совета Директоров Банка России, на котором будет принято решение по ключевой ставке. Базовым сценарием НРА рассматривает повышение ключевой ставки до уровня **8.5%**, что связано с продолжением инфляционного давления в IV квартале на фоне доминирования проинфляционных факторов и нарастающих геополитических рисков.

2. ПРЕДПОСЫЛКИ

22 октября 2021 года Банк России уже повысил ключевую ставку на 0,75% до уровня 8%. Это решение диктовалось повышенными инфляционными ожиданиями, смещающими баланс рисков в сторону проинфляционных. Вклад в инфляцию со стороны устойчивых факторов оставался существенным. Причинами являлись как **рост глобальной инфляции**, так и **быстрое расширение спроса** по сравнению с возможностями наращивания выпуска. В конце ноября председатель Банка России заявляла о том, что в декабре регулятор будет рассматривать варианты повышения ставки от 0 до 100 базисных пункта. НРА полагает, что повышение случится по верхней границе, так как инфляция с большой вероятностью к концу года выйдет за рамки прогнозного диапазона регулятора **в 7.4%–7.9%**.

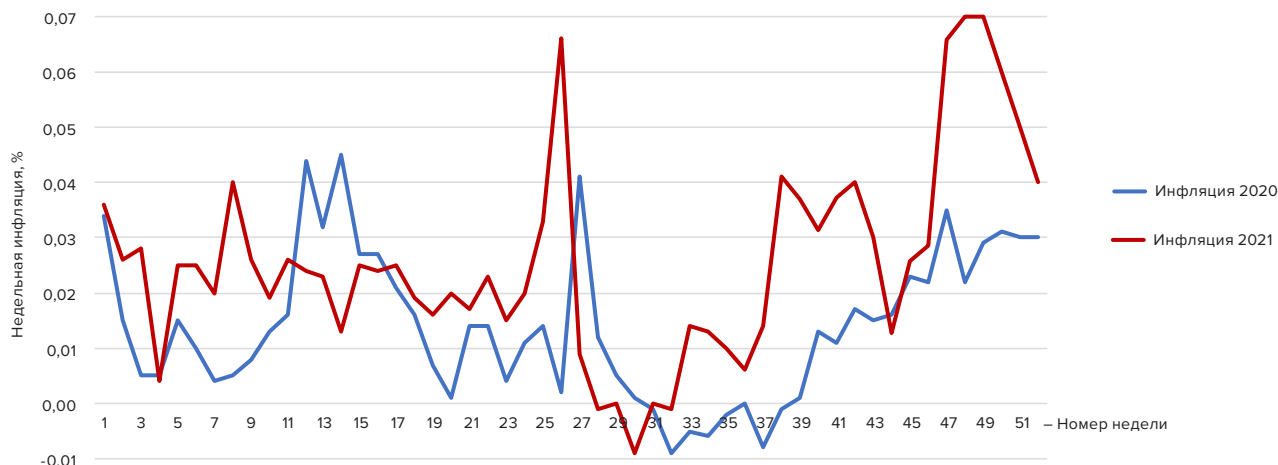
3. ИНФЛЯЦИЯ НЕ СДАЕТ ПОЗИЦИИ

В конце ноября–начале декабря **инфляция существенно ускорилась** на фоне растущего сезонного спроса на товары и услуги, а также возобновившейся девальвации рубля (рис. 1). Наблюдается четкая тенденция – спады инфляции возникают лишь в периоды повышенных эпидемиологических ограничений, что транслируется в сокращение спроса. Как только экономическая активность восстанавливается, ускоренный рост цен возобновляется. НРА согласно с многими аналитиками, что в этом году, в связи со страхами усиления ограничительных мер (включая введения QR-кодов) и повышенными инфляционными ожиданиями, потребители начнут совершать новогодние покупки уже в начале декабря и увеличат объемы покупок, особенно товаров непромышленного назначения. В связи с этим **еженедельная инфляция до конца декабря составит 0.5%–0.7% в неделю**. Базовый прогноз НРА по инфляции на 2021 год **составляет 8.2%**.

Ожидания по инфляции на 2022 год пока выглядят неутешительно. НРА ожидает, что проинфляционные факторы продолжат превалировать над дезинфляционными. Прогноз Агентства по ИПЦ на 1 квартал 2022 года составляет 7.7%, а среднегодовая инфляция в следующем году продолжит находиться выше отметки 6%. При этом существует большое количество факторов неопределенности относительно глобальной инфляции, что не позволяет сделать точные прогнозы.

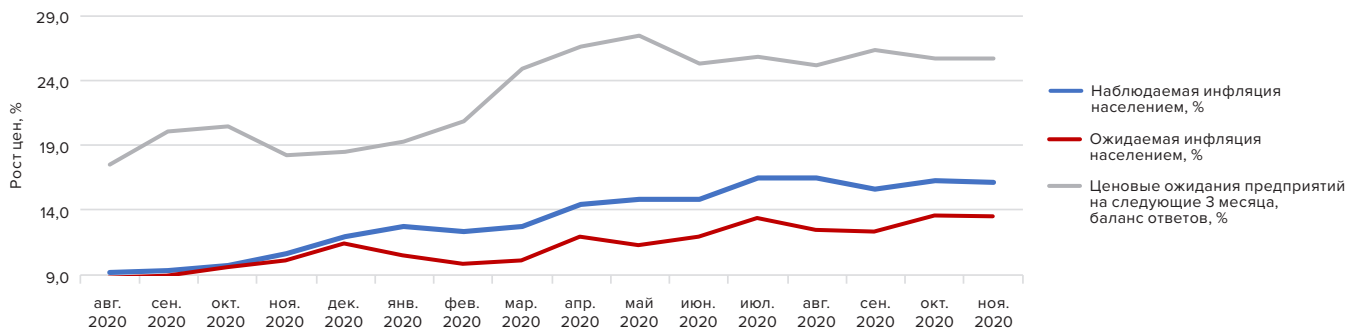
Рис.1.

Недельный прирост потребительских цен с начала года и прогноз до конца года (%)



НРА отмечает, что инфляционные ожидания населения и бизнеса **продолжают быть высокими** и существенно превышают цели Банка России по инфляции (рис. 2). Наблюдается некоторая стабилизация ожиданий по инфляции в последние несколько месяцев. Однако, инфляционные ожидания населения не «заякорены», то есть их чувствительность к временным факторам остается высокой. Это же характерно и для инфляционных ожиданий бизнеса. Такой характер инфляционных ожиданий **усиливает проинфляционные риски** в случае реализации каких-либо шоков, например, резкого роста глобальной инфляции. **Это будет способствовать продолжению ужесточения денежно-кредитной политики в России.**

Рис.2.
Инфляционные ожидания населения и бизнеса по-прежнему очень высоки



4. ЭКОНОМИКА ДЕМОНСТРИРУЕТ УСТОЙЧИВОЕ ВОССТАНОВЛЕНИЕ НЕСМОТЯ НА УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

ВВП России в третьем квартале 2021 года продолжил восстановительный рост. Отрицательный рост в сельском хозяйстве и относительная «пауза» в инвестиционном секторе экономики не привели к замедлению экономического роста (Таблица 1). Это связано с продолжающимся ростом в сегменте производства полезных ископаемых.

Табл.1.
Основные макроэкономические показатели

В % гк соотв. периоду прошлого года	Прогноз 2021	10 мес. 2021	3 кв. 2021	2 кв. 2021	1 кв. 2021	2020	2019
ВВП	4.2	4.6	4.3	10.5	-0.7	-3.0	2.0
Сельское хозяйство	-3.0	-2.9	-6.2	0	0.4	1.5	4.3
Строительство	5.5	5.3	5.0	10.7	0.2	0.1	2.1
Розничная торговля	6.9	7.9	5.3	23.6	-1.4	-3.2	1.9
Платные услуги населению	17.3	18.4	18.0	52.4	-3.2	-14.8	0.6
Общественное питание	2.1	-3.6	20.2	102.4	-5.0	-22.6	4.9
Грузооборот транспорта	0.5	-0.1	6.8	10.1	0.5	-4.9	0.7
Инвестиции в основной капитал	7.0	7.6	7.8	11.0	2.0	-1.4	2.1
Промышленное производство	5.5	5.0	6.2	9.7	-1.3	-2.1	3.4
Добыча полезных ископаемых	4.5	3.7	9.2	7.6	-7.0	-6.6	3.4
Обрабатывающие производства	5.0	5.2	3.9	11.1	0.9	1.4	3.6

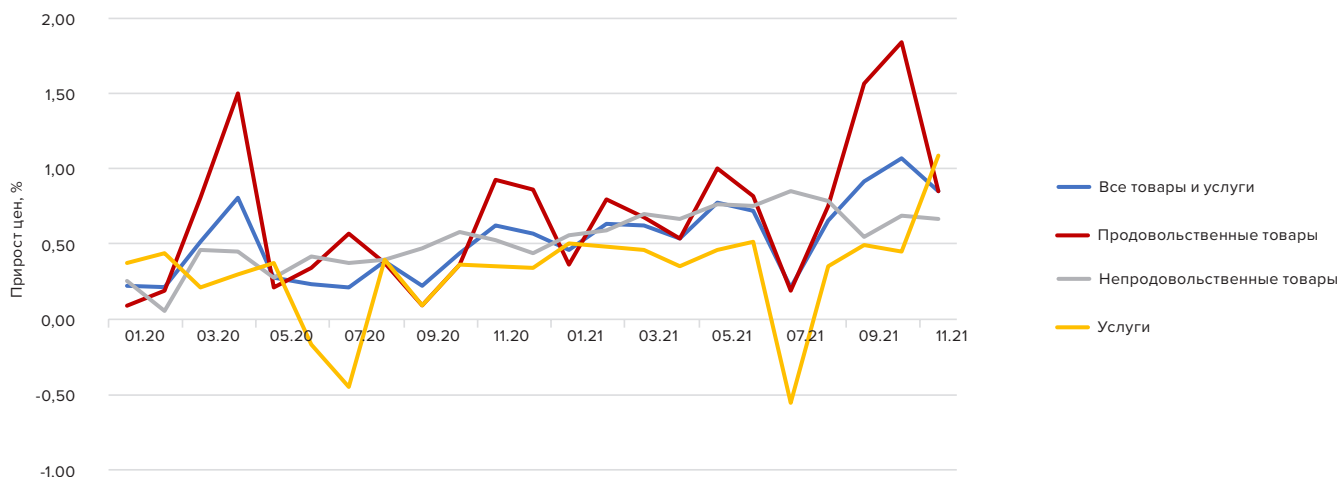
Источник: Министерство Экономического Развития России, прогноз НРА

НРА полагает, что к концу 2021 года экономика полностью закроет прошлогодний провал и дальше будет расти на уровнях близких к потенциалу. В 2022 году рост ВВП составит от 2.5% до 3.5%

Ужесточение кредитно-денежной политики уже начинает влиять на совокупный спрос. Об этом свидетельствует **снижение индекса потребительской активности** и **замедление роста выпуска** в подотраслях потребительского спроса. Также сокращаются темпы сезонно-сглаженного роста цен большинства товаров, за исключением услуг (Рис. 3).

Рис.3.

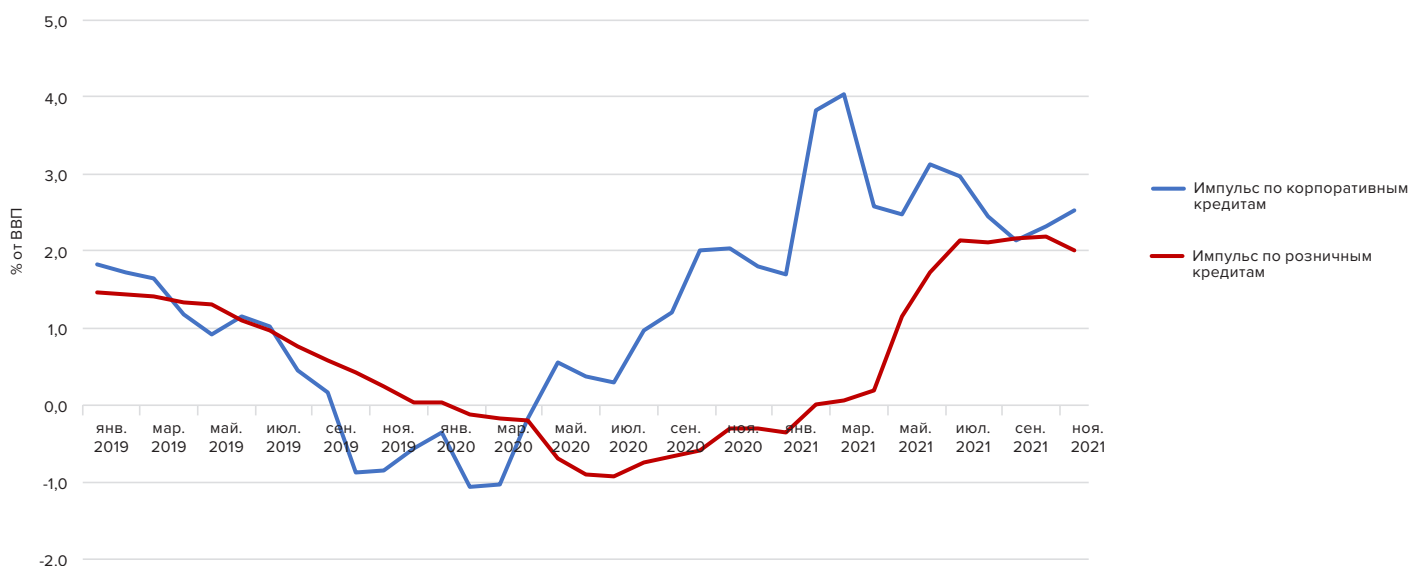
Сезонно-сглаженные индексы потребительских цен, месяц к месяцу в пересчете на годовые темпы роста (%)



Повышение ставок по депозитам должно повысить склонность населения к сбережениям и охладить потребительский бум. Дальнейшему охлаждению потребительского бума будет также способствовать недавно принятые решения по повышению макропруденциальных требований Банком России. При этом динамика корпоративного кредитования остается положительной, что свидетельствует о том, что уровень процентных ставок, выросших вслед за повышением ставки ЦБ, пока не являются сдерживающим. При этом кредитный импульс в потребительском кредитовании начинает сокращаться, что говорит о влиянии ужесточения денежно-кредитной политики (Рис.4).

Рис.4.

Кредитный импульс, в % от ВВП



Источник: Банк России

5. РЕЗУЛЬТАТ ВЛИЯНИЯ УЖЕСТОЧЕНИЯ ДКП НАЧИНАЕТ ПРОЯВЛЯТЬСЯ. НО РИСКИ «ЗАКРУЧИВАНИЯ ГАЕК» ВЫСОКИ

Для того, чтобы убедиться в действительно выраженном развороте инфляционных трендов необходимо еще подождать. Это связано с тем, что повышение ключевой ставки действует на инфляцию с лагом в три–шесть кварталов.

Вместе с тем, обращаем внимание **на существенные риски для экономического роста** от дальнейшего повышения процентных ставок. Это связано с тем, что большая часть проинфляционных факторов носит внешний для российской экономики характер. НРА не согласно с мнением многих экономистов, что суммарный вклад внешних факторов в инфляцию составляет не выше 1.8% в годовом выражении. По мнению Агентства, он как минимум в 2-2.5 раза выше из-за вторичных эффектов на стороне предложения. Существенное влияние внешних факторов можно увидеть по величине ценовых компонент индексов PMI Russia. Среднее значение этого индекса для закупочных цен **в 2021 году составляет около 71**. Это **максимальное значение с 1999 года** и второе максимальное значение с 1997 года (Таблица 2).

Табл.2.
Ценовые компоненты индексов PMI Russia в 2021 году

Период	Промышленность		Услуги		Композитное значение	
	Закупочные цены	Цены выпуска	Закупочные цены	Цены выпуска	Закупочные цены	Цены выпуска
11.21	66.6	58.4	64.9	56.4	65.4	56.9
10.21	63.7	58.5	64.7	56.7	64.4	57.2
09.21	65.0	57.2	63.1	56.4	63.6	56.6
08.21	65.8	62.3	61.2	55.9	62.4	57.5
07.21	71.8	61.1	61.8	56.3	64.3	57.5
06.21	76.0	66.2	62.4	57.1	65.8	59.4
05.21	74.4	66.9	68.3	60.5	69.9	62.1
04.21	76.2	67.1	62.2	56.2	65.7	59.0
03.21	72.6	65.3	65.0	56.3	66.9	58.6
02.21	76.8	66.3	63.8	53.8	67.0	56.9
01.21	72.9	59.3	57.9	51.7	61.7	53.6

Источник: IHS Markit Russia Services PMI

Тем не менее, по динамике этих индексов видно, что ужесточение ДКП дает свои плоды. Значение индексов снизилось с максимальных значений в июне 2021 года.

НРА также отмечает, что восстановительный рост в России достаточно хрупок. (Таблица 3). Для того, чтобы успешно развиваться российской экономике нужен рост намного выше. Поэтому существуют риски, что дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики будет сопровождаться существенными экономическими издержками, что может привести экономику России в состояние стагфляции.

Табл.3.
Рост ВВП в России и глобальных экономиках (% год к году)

Страны	2020				2021		
	1 кв	2 кв	3 кв	4 кв	1 кв	2 кв	3 кв
Канада	-0.4	-12.6	-5.1	-3.1	0.3	12.7	3.8
Франция	-5.4	-18.6	-3.6	-4.3	1.5	18.8	3.3
Германия	-1.9	-11.3	-3.7	-2.9	-3.0	9.9	2.5
Италия	-5.8	-18.1	-5.4	-6.6	-0.7	17.0	3.8
Япония	-2.2	-10.2	-5.4	-0.8	-1.3	7.7	1.3
Великобритания	-2.2	-21.4	-8.1	-7.1	-5.8	23.6	6.6
США	0.6	-9.1	-2.9	-2.3	0.5	12.2	4.9
Россия	1.8	-7.8	-3.5	-1.8	-0.7	10.5	4.0
Китай	-6.8	3.2	4.9	6.5	18.3	7.9	4.9

Источники: OECD, Банк России

КОНТАКТЫ И АВТОРЫ

СЕРГЕЙ ГРИШУНИН

Управляющий директор рейтинговой службы

E-mail: 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

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



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

тел./факс: +7 (495) 122-22-55

www.ra-national.ru

Ограничение ответственности Агентства

© 2021

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.