

ОГЛАВЛЕНИЕ:

РЕЗЮМЕ	1
1. ЧТО ОЖИДАЕТСЯ	2
2. ПРЕДПОСЫЛКИ	2
3. ОБОСНОВАНИЕ ПРОГНОЗА НРА	2
КОНТАКТЫ И АВТОРЫ	9

РЕЗЮМЕ:

- ✓ Банк России с очень большой вероятностью повысит ключевую ставку до уровней 5.25%–5.5% на ближайшем заседании Совета Директоров Банка России.** При этом НРА ожидает, что Банк России сделает перерыв в повышении ставки до заседания 10 сентября 2021 года. Этому будет способствовать ожидание снижения инфляции в осенний период 2021 года на фоне прекращения действия кратковременных проинфляционных факторов и высокой базы конца 2020 года.
- ✓ Базовым сценарием Агентства является повышение ключевой ставки на 0.25%, так как наблюдаемое восстановление экономики является хрупким.** Существенное повышение ключевой ставки может замедлить экономический рост и инвестиционную активность. Кроме того, в летне-осенний период инфляция имеет, как правило, тренд на снижение на фоне продажи продовольственных товаров нового урожая.
- ✓ Альтернативным сценарием НРА является повышение ключевой ставки на 0.5%,** так как инфляция продолжала возрастать после повышения ставки в апреле 2021 года, а, по мнению Банка России, **в розничном кредитовании надувается «пузырь».** Однако, этот сценарий видится маловероятным, так как Банк России, скорее всего, будет противодействовать росту кредитования методами пруденциального регулирования за счет увеличения надбавок к коэффициентам риска.
- ✓ Российская экономика в апреле–мае 2021 года начала демонстрировать уверенные признаки устойчивого восстановления.** Они включают в себя рост промышленного производства и увеличение оборота розничной торговли. Однако в экономике нарастает разрыв выпуска. Поэтому мягкая кредитно-денежная политика уже выполнила свою роль и переход к нейтральной кредитно-денежной политике является оправданным.
- ✓ Инфляция в России в июне-июле, по мнению НРА, выйдет на устойчивое высокое «плато», соответствующее годовому уровню инфляции 5.7%–5.9%.** В этот период месячный уровень инфляции будет равен 0.5%–0.6% с последующим снижением в августе–сентябре до 0.2%–0.3%. НРА также ожидает, что по итогам года инфляция составит 5.5%, что выше прогноза Банка России (4.7%–5.2%)
- ✓ Еще одним фактором, способствующим повышению ставки, является озабоченность Банка России увеличением розничных кредитных портфелей банков.** Розничный кредитный портфель на начало мая вырос практически на 20% (21.7 трлн. рублей) по сравнению с годом ранее (18.2 трлн. рублей). При этом вклады физических лиц выросли всего на 5% по сравнению с годом ранее. Задачей Банка России является сбалансированный рост розничного кредитования и стимулирование привлечения денег населения в банки. В связи с этим регулятор будет предпринимать целый ряд шагов по сдерживанию кредитования и повышению привлекательности депозитов, включая повышение ставки
- ✓ Исходя из динамики инфляции и внешнего фона, НРА допускает, что к концу года ключевая ставка может превысить нейтральные уровни и достигнуть 6.25%–6.5% к концу 2021 года.** Это может произойти из-за: (1) роста инфляции выше ожиданий Банка России; (2) проинфляционной картины в странах с развивающейся экономикой и (3) реализации неблагоприятных геополитических рисков (усиления санкционного давления)

1. ЧТО ОЖИДАЕТСЯ

11 июня 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 5,25%, что связано с:

- 1** Намерением Банка России к своевременному возвращению к нейтральной денежно-кредитной политике;
- 2** Высокими значениями инфляции, находящимися вблизи пиковых значений с начала 2021 года;
- 3** Устойчивым характером восстановления экономической активности, что позволит безболезненно повысить ставку;
- 4** Желанием Банка России сократить темпы роста кредитования. Необходимость повышения ставки также определяется продолжающейся геополитической напряженностью, хотя мы ожидаем некоторое ее снижение в летний период.

2. ПРЕДПОСЫЛКИ

В апреле 2021 года Банк России уже повысил ключевую ставку на 0.5% до уровня 5%. Это решение было вызвано повышенными темпами роста потребительских цен, а также инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Второй причиной являлся устойчивый рост спроса, опережающий возможности наращивания выпуска. В пользу повышения ключевой ставки говорили также:

- 1** Стабилизация экономической активности
- 2** Продолжающаяся геополитическая напряженность

3. ОБОСНОВАНИЕ ПРОГНОЗА НРА

Прогноз НРА строился на основе анализа вышеприведенных факторов, которые будут рассматриваться также и Банком России при принятии решения о повышении ставки в июне 2021 года.



РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА ДЕМОНСТРИРУЕТ ПРИЗНАКИ УСТОЙЧИВОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ

В апреле 2021 года экономика России начала демонстрировать признаки стабильного восстановительного роста. Так, промышленное производство в апреле выросло на 7.2% в годовом выражении, темпы роста ускорились (в марте 2021 года промышленное производство выросло на 2.3%). Отрадным фактом является, что в апреле 2021 года промышленное производство на 2.2% превысило уровень апреля 2020 года. Существенный рост показал машиностроительный комплекс: рост в апреле 2021 г. составил 15,4% (к апрелю 2019 года). Уверенный рост показали и другие несырьевые отрасли: в химическом комплексе уровень апреля 2019 г. превышен на 12,7% (в том числе в фармацевтическом производстве – на 14,0%), в пищевой промышленности – на 7,7% (в том числе в производстве пищевых продуктов – на 8,9%), в деревообработке – на 8,8%

НРА считает, что дальнейший рост промышленного производства может ускориться в III квартале за счет восстановительного роста в добыче полезных ископаемых. Это связано как с эффектом низкой базы 2020 года (начала действия рекордного сокращения добычи нефти в мае 2020 года), так и увеличением добычи по 450 тыс. баррелей в июле и 350 тыс. баррелей в мае и июне. **Восстановительный рост также будет наблюдаться и в добыче угля и металлических руд на фоне восстановления спроса в обрабатывающей промышленности, плановом росте производства на некоторых месторождениях, а также высоким спросом со стороны Китая.** НРА ожидает, что прогноз Минэкономразвития по добыче угля на 2021 год (390,7 млн. тонн) скорее всего будет превышен на 6%-8% и рост добычи угля по сравнению с 2020 годом (401 млн. тонн) составит около 2%-3%. Агентство также ожидает, что рост промышленного производства по итогам 2021 года составит 3.9%-4.1%.

Картина в розничной торговле и сфере услуг пока остается напряженной. Так, в марте 2021 года оборот розничной торговли в сопоставимых ценах снизился на 3.4% по сравнению с мартом 2020 года. Тем не менее, и в этой сфере **намечается существенный восстановительный рост.** В марте 2021 года оборот розничной торговли (в сопоставимых ценах) в сравнении с февралем 2021 года вырос на 9%. В марте 2021 года также наблюдался рост объема платных услуг населению, он увеличился на 1.4% в годовом выражении, что также говорит о начале восстановительного роста

Перечисленные признаки устойчивого восстановления экономики позволяют нам заключить, что мягкая кредитно-денежная политика уже выполнила свою роль. Динамика роста в краткосрочном периоде сдерживается лишь **1** внешними условиями (санкциями, ограничениями в рамках ОПЕК+), **2** нехваткой рабочей силы или ее недостаточной квалификации и **3** ограничениями, связанными с пандемией. **Агентство полагает, что рост ВВП в 2021 году составит 3.5%–3.8%**

Тем не менее, риски низкого роста экономики в среднесрочном и долгосрочном периодах остаются существенными. Агентство предполагает, что они приведут к снижению темпов роста ВВП в 2022 и 2023 году в диапазон 2.7%–3,2%. Среди препятствий ключевыми являются:

- 1** Недостаточный рост инвестиций в экономику. По прогнозам НРА, рост инвестиций в основной капитал в 2021 году составит 2.5%–3%. В 2022–2023 году рост инвестиций может ускориться до 5%, но этого недостаточно для быстрого выхода экономики на темпы роста ВВП свыше 3.5%.
- 2** Геополитическая напряженность и ограничения внешних заимствований из-за санкций затруднят финансирование крупных инвестиционных проектов
- 3** Продолжение снижения численности экономически активного населения
- 4** Структурные экономические ограничения, доминирующее значение ресурсного сектора в экономике России, малая доля инновационных и наукоемких производств
- 5** Развивающийся деловой и инвестиционный климат
- 5** Угрозы введения секторальных санкций против отраслей, составляющих основу роста экономики России. Это, в первую очередь, добывающая, металлургическая и нефтехимическая промышленность.

Табл.1.

Показатели деловой активности в экономике России

В % к соотв. периоду пред года	Апр. 2021	1 кв. 2021	Март 2021	Фев. 2021	Янв. 2021	2020	2019
Промышленное производство	7,2	-0,9	2,3	-3,2	-1,9	-2,6	3,4
Добыча полезных ископаемых	-1,8	-6,9	-4,6	-9,0	-7,4	-6,9	3,4
Обрабатывающие производства	14,2	1,4	5,4	-1,7	-0,2	0,6	3,6
▪ пищевая промышленность	5,4	0,8	2,5	-0,2	0,2	3,2	3,7
▪ легкая промышленность	45,2	8,8	12,2	8,2	5,4	1,1	2,1
▪ деревообрабатывающий комплекс	16,6	3,3	5,8	2,9	1,2	0,5	4,6
▪ производство кокса и нефтепродуктов	4,7	-7,0	-3,7	-9,4	-8,1	-3,0	1,6
▪ химический комплекс	10,5	12,2	8,4	9,0	21,5	8,8	6,0
▪ металлургический комплекс	10,8	-4,1	-3,5	-5,1	-3,4	-1,3	4,7
▪ машиностроительный комплекс	59,5	13,9	28,9	2,9	7,2	-0,5	3,9
Обеспечение электроэнергией, газом и паром	6,2	9,6	11,0	9,0	8,7	-2,4	-0,8
Водоснабжение, водоотведение, утилизация отходов	25,9	13,6	14,7	10,8	15,4	-3,8	2,9

Источник: Росстат, Министерство экономического развития России

В коротком периоде (до 12 месяцев) на процесс восстановления может повлиять реализация следующих рисков:

- 1 Обострение геополитической обстановки и введение новых жестких санкций (отключение от SWIFT, ограничения на работу государственных банков, усиление ограничений на покупку государственного долга). Вероятность этого сценария, по мнению НРА, является невысокой в летний период, но может вырасти осенью.
- 2 Ухудшение эпидемиологической обстановки, особенно во второй половине года, что может привести к введению локальных ограничений.

ВЫВОД:

Экономика России на конец апреля продемонстрировала устойчивое восстановление, поэтому переход к нейтральной кредитно-денежной политике с целью избегания «перегрева» экономики является оправданным. Однако, экономика продолжает оставаться подверженной существенным внешним и внутренним рисками, и процесс восстановления является неустойчивым. В таких условиях повышение ключевой ставки следует проводить с особой осторожностью, чтобы не навредить дальнейшему экономическому росту. Исходя из этих критериев, ставка может быть увеличена на 0.25% или оставлена неизменной.

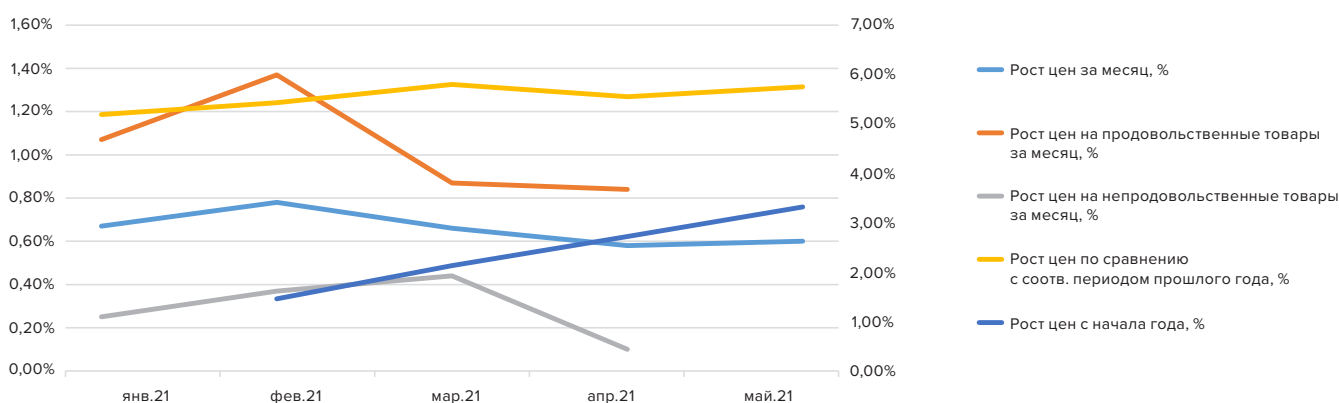
Тем не менее, НРА считает, что Банк России выберет инфляцию как приоритет денежно-кредитной политики, а задача запуска устойчивого экономического роста должна решаться дополнительно в коммуникации с другими государственными органами. Например, вопрос роста инвестиций может быть решен за счет налогового стимулирования инвестиционных проектов и механизмов инвестиционного вычета, стимулирования ответственного финансирования, улучшения предпринимательского климата, а также стимулирования частных инвестиций в инфраструктуру.



ИНФЛЯЦИЯ НА ПУТИ ВЫХОДА НА ВЫСОКОЕ «ПЛАТО» В ИЮНЕ–ИЮЛЕ 2021 ГОДА

Как и ожидало НРА, потребительские цены в мае 2021 года продолжали расти. С начала года к 24 мая 2021 года потребительские цены выросли на 3.2%. (рис. 1). Годовая инфляция к 24 мая 2021 года выросла до 5.9% (Табл. 2). На высокие темпы годовой инфляции в 2021 году продолжает влиять низкая база начала 2020 года. Настораживает тот факт, что после некоторого снижения инфляции в апреле, в мае годовые цифры опять вернулись к показателям марта 2021 года. Наблюдается также восходящий тренд инфляции по непродовольственным товарам. Это связано с эффектом низкой базы 2020. Настораживает также рост цен на табак, строительные материалы, инструменты и оборудование. Высокие темпы роста цен сохранились на мебель, бытовую химию, телерадиотовары и легковые автомобили. Повышательное давление на цены непродовольственных товаров продолжает оказывать активный рост спроса на рынке недвижимости, перебои в трансграничных поставках и дефицит на мировом рынке полупроводниковых чипов для автомобилей.

Рис.1.
Динамика роста цен в 2021 году, %



Источник: Росстат

Табл.2.

Индикаторы инфляции (к соответствующему периоду предыдущего года)

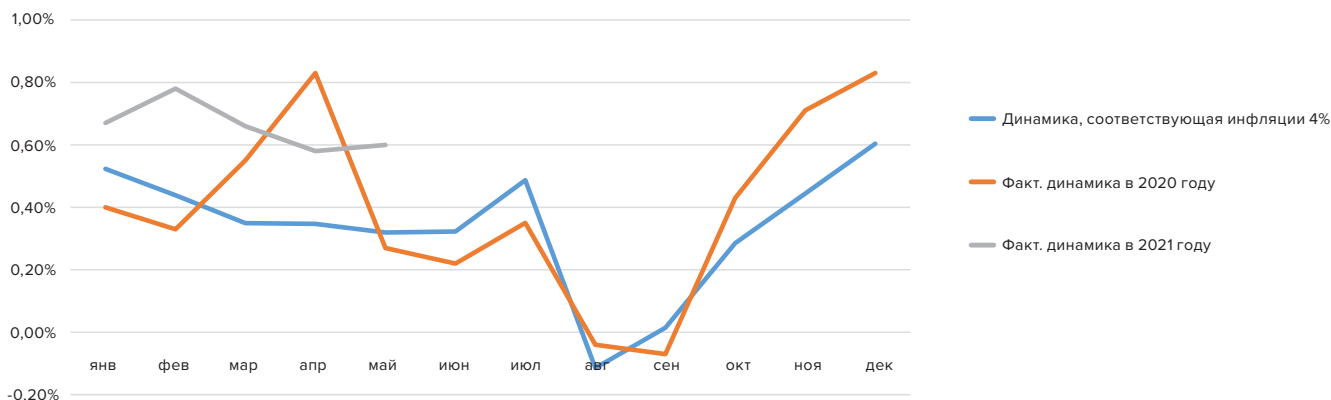
Показатели	Май 2021	Апр. 2021	Мар. 2021	Фев. 2021	Янв. 2021	Дек. 2020	Ноя. 2020	Окт. 2020	2019	2018
Инфляция	5,9	5,5	5,8	5,7	5,2	4,9	4,4	4,0	3,0	4,3
Продовольственные товары	Нд	6,6	7,6	7,7	7,0	6,7	5,8	4,8	2,6	4,7
Непродовольственные товары	Нд	6,2	5,9	5,7	5,1	4,8	4,5	4,2	3,0	4,1
Услуги	Нд	3,3	3,2	2,9	2,8	2,7	2,5	2,6	3,8	3,9
Базовая инфляция (Росстат)	Нд	5,5	5,4	5,0	4,6	4,2	3,9	3,6	3,1	3,7
Инфляция за искл. Продовольствия, регулируемых цен и тарифов и подакцизных товаров	Нд	4,9	4,8	4,7	4,3	4,1	3,8	3,6	2,9	3,4

Источник: Министерство экономического развития России, расчеты НРА

Агентство полагает, что в апреле баланс между проинфляционными и дезинфляционными факторами по-прежнему останется на стороне проинфляционных факторов. Ежемесячная инфляция в июне-июле скорее всего останется на уровне 0.5%–0.6% (Рис. 2), таким образом инфляция выйдет на высокое плато. Трендовая линия инфляции в 2021 году продолжает находиться выше уровня инфляции в 2020 году и выше линии, соответствующей инфляции в 4%.

Рис.2.

Наблюдаемая инфляция



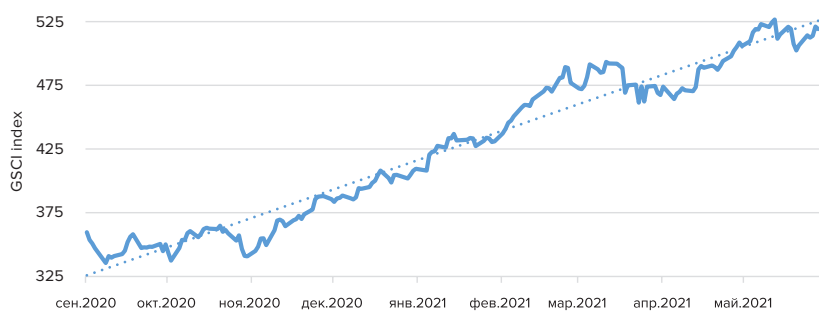
Источник: Росстат, Банк России

В пользу проинфляционных факторов говорят следующие индикаторы:

- 1 Продолжающийся рост цен на сырьевые товары, согласно динамике глобального индекса GSCI (Рис. 3). Настораживает тот факт, что после апрельского замедления, цены на сырьевые товары вновь пошли вверх в мае 2021 и повышающийся тренд не сломлен.

Рис.3.

Индекс цен на сырьевые товары



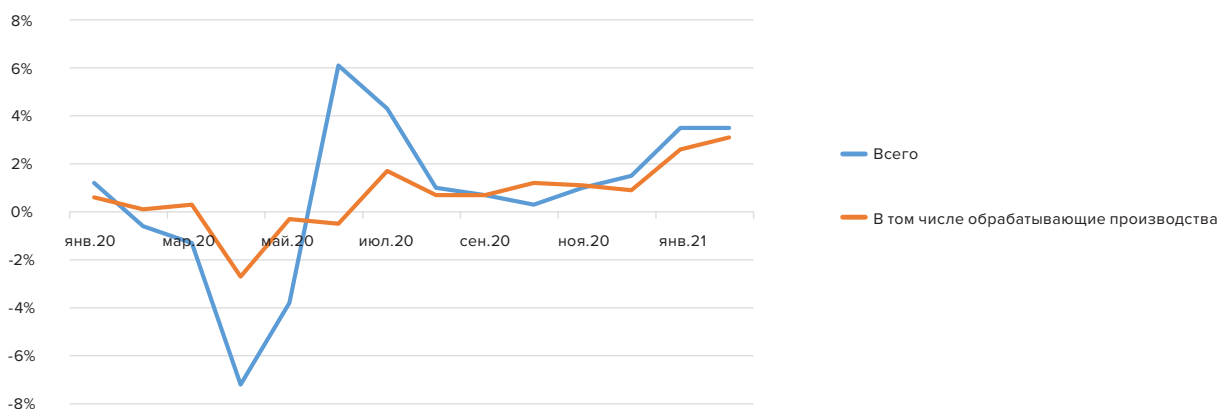
Источник: S&P GSCI, 2020

2 Связанный с товарной инфляцией рост отпускных цен производителей, особенно в начале 2021 года (Рис. 4). Этот рост может транслироваться в повышенную инфляцию в период июнь–июль 2021 года.

В пользу роста отпускных цен производителей также свидетельствуют наблюдаемые значения индекса PMI¹ по закупочным и отпускным ценам (Таб. 3). Так, по данным Банка России, ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед дополнительно возросли. Сильнее всего возросли ценовые ожидания в розничной торговле, торговле автотранспортными средствами и строительстве. Главная причина – динамика закупочных цен. Растущие инфляционные ожидания производителей вызывают наибольшие опасения Агентства, так как на фоне растущего потребительского спроса, недостаточных товарных запасов и увеличивающихся закупочных цен производственные предприятия, скорее всего, будут стремиться повышать цены для сохранения приемлемого уровня прибыльности. В таких условиях Банк России справедливо отмечает риск вторичных эффектов от ускорения роста цен, наблюдаемого в последние месяцы

¹ Рассчитывается IHS Markit и публикуется Банком России

Рис.4.
Индекс цен производителей



Источник: Банк России, Росстат

Табл.3.
Ценовые ожидания предприятий (индексы)

Описание	2019 среднее	Фев. 2020	Мар. 2020	Дек. 2020	Янв. 2021	Фев. 2021	Мар. 2021	Апр. 2021	Май 2021
Предприятия, баланс ответов между производственными и сервисными предприятиями	10,2	13,3	18,1	18,1	18,3	19,1	21	24,9	26,7
PMI производство, закупочные цены	57,8	51,5	59,8	78,5	72,9	76,8	72,6	76,2	
PMI производство, отпускные цены	53,1	51,1	55,4	60,6	59,3	66,3	65,3	67,1	

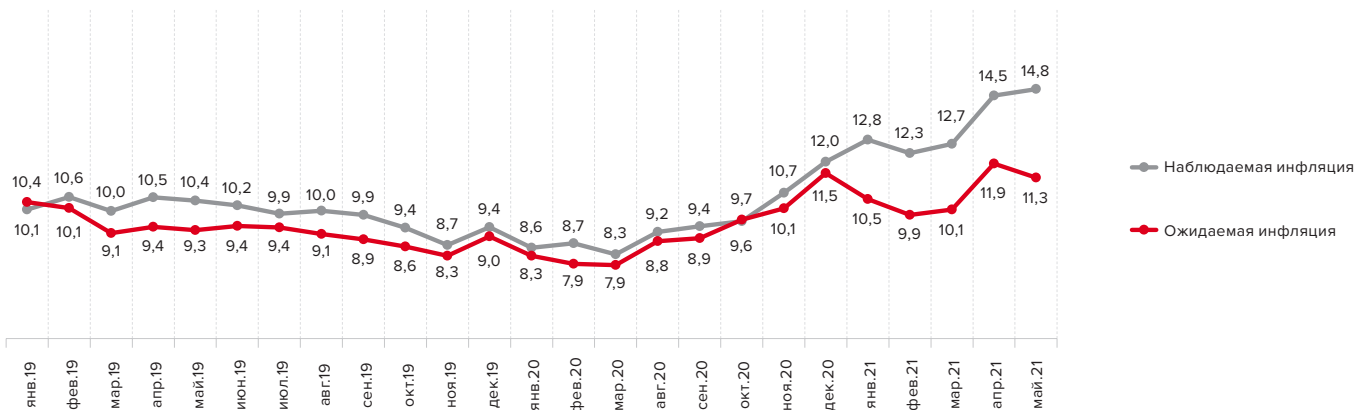
Источник: Банк России

3 Быстро восстанавливающийся потребительский спрос на фоне ограниченного предложения и дефицита выпуска.

Благодаря воздействию этих факторов, инфляционные ожидания населения, по данным Банка России, продолжают оставаться повышенными (Рис. 5). Агентство крайне настораживает, во-первых, рост наблюдаемой инфляции населения в апреле-мае 2021 года и, во-вторых, растущие ожидания населения по инфляции.

Рис.5.

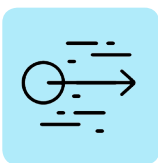
Наблюдаемая населением и ожидаемая населением инфляция, %



Источник: Банк России

Вывод:

Инфляция в России достигла пикового значения 5.9% в мае 2021 года и с большой вероятностью останется на высоком «плато» в июне–июле 2021 года. Тем не менее, НРА ожидает некоторого снижения инфляции в августе–сентябре 2021 года за счет сезонного снижения цен на сельскохозяйственную продукцию в конце лета – начала осени и эффекта высокой базы конца 2020 года. Исходя из ожиданий высокого плато, Банк России скорее всего повысит ключевую ставку на 0.25% в июне, но сделает паузу в летние месяцы. Новый цикл повышения ставки может вновь начаться осенью, если инфляция не будет демонстрировать признаки ослабления.

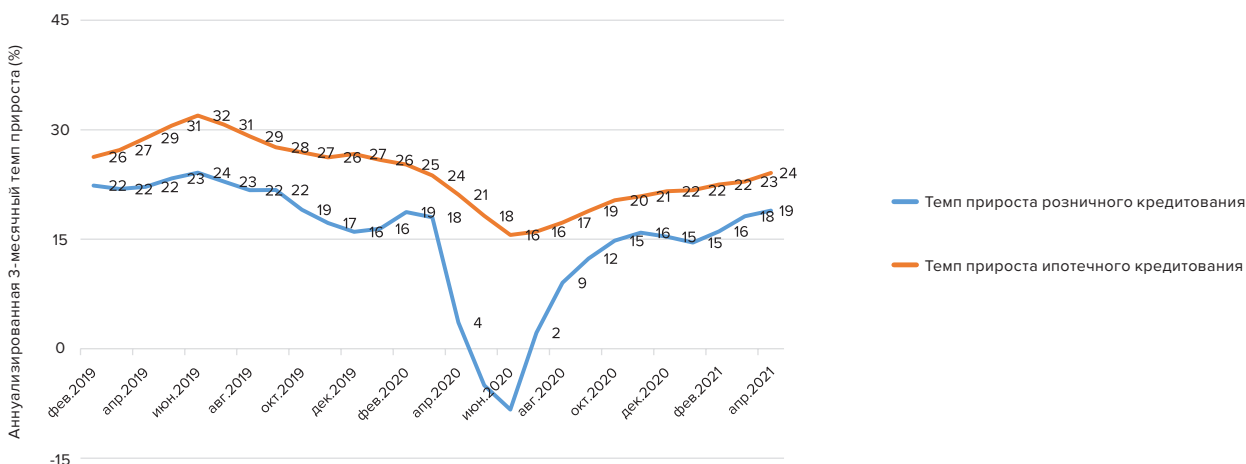


УСКОРЕНИЕ РОЗНИЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ ВЫЗЫВАЕТ ОПАСЕНИЕ РЕГУЛЯТОРА

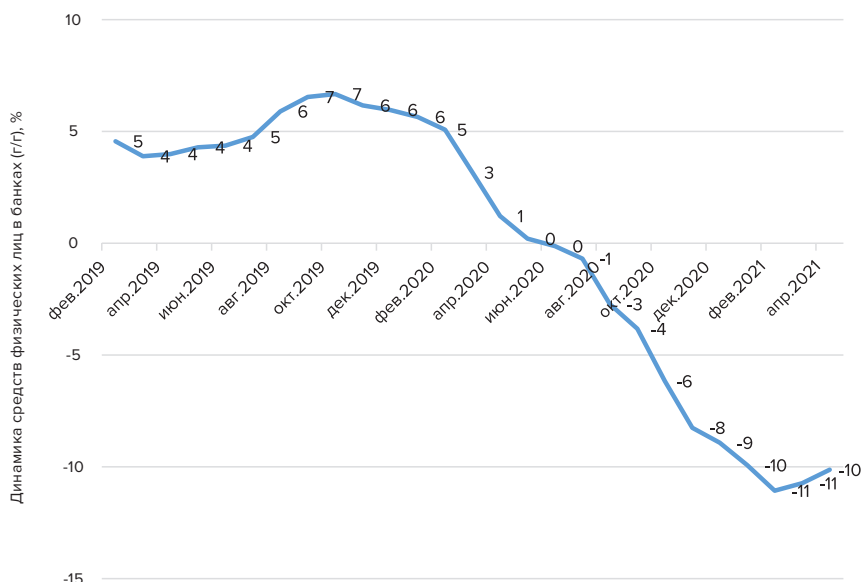
Сложившиеся денежно-кредитные условия поддерживают активный рост банковского кредитования во всех сегментах, из которых большее опасение регулятора вызывает розничное кредитование. Так, в апреле 2021 года наблюдалось ускорение роста кредитов, предоставляемых физическим лицам. По данным Банка России, совокупный портфель ипотечных кредитов в январе-апреле 2021 года вырос на 981,7 млрд рублей, или на 10,8%, до 10 трлн 68 млрд рублей. Совокупный портфель потребительских ссуд на конец марта 2021 вырос на 5% с начала года до 10,2 трлн. рублей. Также, по данным регулятора, скользящий трехмесячный темп роста продолжает ускоряться, что поддержит дальнейшее повышение годовых темпов роста в розничном кредитовании (рис. 6). При этом, годовые темпы роста средств на счетах и снижения депозитов замедляются (рис. 8)

Рис.6.

Скольльзящий трехмесячный темп роста розничного кредитования (% , мес к мес)



Источник: Банк России

Рис.7.**Динамика средств физических лиц в банках (год к году)**

По мнению НРА, опасения должны вызывать не темпы роста потребительского кредитования, они являются не самыми высокими за последние 2 года. Так, высокие темпы роста потребительского кредитования в первую очередь вызвано **1** усилением спроса населения на кредиты из-за ожидаемого повышения ставок на фоне нормализации денежно-кредитной политики Банка России и **2** увеличением предложения необеспеченных кредитов банками из-за возвращения к докоронавирусному уровню надбавок по этому виду кредитов с 1 июля 2021 года. Также, НРА уже отмечало ранее, что наблюдаемые показатели российской банковской системы далеки от индикаторов, свойственных «пузырям». Поэтому в настоящее время рост портфеля ипотеки и потребительских кредитов не представляет существенной краткосрочной угрозы для стабильности банковского сектора.

Проблема, на взгляд НРА, заключается в том, что рост потребительского кредитования в условиях разрыва выпуска «разгоняет» инфляцию. Это хорошо видно на примере ускорения роста цен на непродовольственные товары. Ускоренный прирост заимствований в сегменте ипотечного кредитования в условиях ограниченного предложения приводит к перманентному росту цен, снижению доступности жилья для населения, что будет нести соответствующие экономические, а главное социальные последствия. Наконец, отрицательная динамика притока средств физических лиц в банки увеличивает риски недостатка доступного фондирования в банковской системе, что может привести к сокращению выдач кредитов в корпоративном сегменте.

Вывод:

Ускорение темпов роста розничного кредитования несет за собой существенные проинфляционные риски. Задачей Банка России является сбалансированный рост розничного кредитования и стимулирование привлечения денег населения в банки. Поэтому для этого регулятор будет предпринимать целый ряд шагов по сдерживанию кредитования и повышению привлекательности депозитов, включая повышение ставки.

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

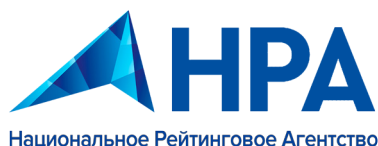
ТАТЬЯНА ГРИГОРЬЕВА

Директор Клиентской службы

Тел. +7 (495) 122-22-55 (101)

Моб. +7 (903) 589-04-27

E-mail: grigoryeva@ra-national.ru



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

© 2021

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

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.