

- ! Низкие показатели инфляции в течение мая–июня 2022 года, стагнация потребительского спроса, сокращение розничного и ипотечного кредитования, необходимость оживления инвестиционной активности с высокой вероятностью **послужат причиной понижения ключевой ставки на плановом заседании Совета Директоров Банка России 22 июля 2022 года**. Однако, наличие большого количества проинфляционных факторов и высокие ожидания населения и бизнеса по росту цен будут препятствовать существенному понижению ставки.
- ✓ Базовый сценарий НРА предполагает, что ключевая ставка будет **понижена до 8,5%–9%** годовых, причем с наибольшей вероятностью шаг снижения составит **0,5%**. В оптимистическом сценарии, если Банк России посчитает выгоду от снижения ставки большей, чем потери экономики от реализации инфляционных рисков, то ставка будет снижена **на 1%**. По прогнозам Агентства, в следующие три заседания Банк России будет снижать ставку с шагом **0,5%**. К концу года ключевая ставка составит **7%–7,5% годовых**.
 - ✓ В пользу снижения ключевой ставки говорит **вялый потребительский спрос**. По данным СберИндекса (фиксирующем расходы по картам Сбера), несмотря на положительную динамику потребительских расходов по широкой группе непродовольственных товаров, по отдельным позициям (автомобили, бытовая техника, мебель, одежда, товары для строительства) наблюдается **существенное снижение затрат населения** по сравнению с 2021 годом. Тревогу вызывает тот факт, что летом 2021 года спрос на непродовольственные товары уже находился в депрессии в связи с ограничительными мерами.
 - ✓ Одной из основных причин снижения потребительского спроса является **стагнация в кредитовании физических лиц**. Потенциал восстановления кредитования ограничен: **1** изменившимися временными предпочтениями в сторону сбережений; **2** снижением располагаемых доходов граждан и **3** жесткими стандартами получения кредита. Эти факторы также будут сдерживать регулятор при принятии решения о шаге снижения ставки.
 - ✓ Кредитование юридических лиц находится в состоянии **околонулевой динамики**. В этом сегменте резкое снижение ставки также не способно переломить данный тренд. Спрос на кредиты со стороны бизнеса ограничен из-за **проблем с логистикой**, трудностей с поиском **новых партнеров** и **рынков сбыта**, а также **ужесточением требований банков**.
 - ✓ Инфляция в России в мае–июне 2022 года находилась на **околонулевых отметках**, что подтверждает потенциал снижения ставки. Однако, потенциал снижения ставки ограничен наличием **опасных проинфляционных факторов**: **1** растущих издержек производителей и **2** ограничений со стороны предложения. Кроме того, денежная масса М2 в национальном определении выросла с начала года на **4,1%** и ее объем находится на **16,6%** выше, чем в июне 2021 года.
 - ✓ НРА считает, что в ближайшие 3 месяца ставки по ипотеке (без учета льготных программ) будут составлять **7,5%–9%**, а максимальные ставки по льготным программам снизятся **до 6%**. В сегменте автокредитования ставки будут находиться в диапазоне **от 9% до 14%** по новым автомобилям и **от 11% до 15%** по подержанным. По потребительскому кредитованию (в зависимости от типа кредита) ставки составят **от 9,5%**. В сегменте корпоративного кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в диапазоне **от 7,5% до 11%**. Средние ставки по вкладам физических лиц теперь составят **от 6,5% до 8%**, а в некоторых случаях будут снижаться и **до 5%**.
 - ✓ НРА полагает, что решения по ключевой ставке **не оказывают значительного влияния на валютный рынок**. Текущий курс рубля к доллару формируется в большей степени благодаря существенному профициту платежного баланса. Существенно повлиять на курс рубля может **новое бюджетное правило**, если оно будет разработано и введено. Ожидания НРА по среднему курсу рубля в августе–сентябре 2022 года составляет **60–62** рубля за доллар.

22 июля 2022 года состоится **очередное заседание Совета Директоров Банка России**, на котором с высокой вероятностью будет принято **решение по ключевой ставке**. Базовым сценарием НРА рассматривает снижение ключевой ставки **до 8,5%–9%**. Это связано с тем, что инфляция достигла минимального уровня, финансовые риски внутри страны сократились. Снижение ставки также должно способствовать **росту кредитования**, что позволит увеличить спрос населения и инвестиционную активность бизнеса. НРА ожидает, что Банк России будет действовать крайне осторожно, так как влияние проинфляционных факторов остается значительным. 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 снижал ставку. 10 июня 2022 года ключевая ставка была **снижена до 9.5%** годовых. 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 на них финансовых рынков. По прогнозу регулятора, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция составит **14,0–17,0%** в 2022 году.

ИНФЛЯЦИЯ В ЦЕЛЕВОМ КОРИДОРЕ, НО ЕЩЕ ВЫШЕ 14%

За май и июнь 2022 года инфляция в России составляла около нуля. В июне индекс потребительских цен (ИПЦ) снизился **до 15,9%** в годовом выражении. Это ощутимо ниже, чем изменение ИПЦ в мае (17,1%). Снижение общего показателя инфляции во многом произошло **за счет коррекции цен** на небольшую группу товаров и услуг после их **резкого роста в марте**. Этому способствовали динамика обменного курса рубля и исчерпание эффектов ажиотажного потребительского спроса в условиях заметного снижения инфляционных ожиданий населения и бизнеса (Таблица 1). Последний факт хорошо виден по **сокращению инфляции продовольственных и непродовольственных товаров** (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

Источник: Росстат

Тем не менее, экономика России продолжает быть **подверженной целому ряду проинфляционных факторов**. Из таблицы 1 видно, что годовые значения индексов потребительских цен по продуктам питания и непродовольственным товарам находится выше верхней границы прогнозируемой Банком России инфляции на 2022 год. Наблюдается **«ползучий» рост индексов цен** в услугах по мере того, как компании начинают «перекладывать» повышение цен на потребителей. Таблица 2 показывает, что часто коррекция цен вызвана сезонными факторами, например, снижением цен на плодоовощную продукцию, а по некоторым позициям рост цен продолжается, хотя и значительно меньшими темпами, чем год назад. Этот рост цен движим в основном сохраняющимися проблемами с логистикой и ростом затрат производителей (например, ткани и моющие средства).

Табл.2.
Инфляционная картина в российской экономике

Продукция	июнь 2022 (м/м)	июнь 2021 (м/м)
Продовольственные товары		
овощи и фрукты	-9,57%	2,35%
сахар-песок	-7,44%	0,81%
яйца куриные	-3,84%	-12,22%
макаронные изделия	-0,70%	0,01%
мясо и птица	-0,54%	0,73%
масло подсолнечное	-0,01%	0,46%
молоко и молочная продукция	0,10%	0,39%
алкогольные напитки	0,21%	0,12%
рыба и морепродукты	0,28%	1,06%
крупа и бобовые	0,29%	0,90%
масло сливочное	0,32%	0,36%
хлеб	0,75%	0,55%
Непродовольственные товары		
теле и радиотовары	-2,7%	-1,0%
стройматериалы	-2,4%	6,7%
электротовары	-0,9%	0,0%
медикаменты	-0,7%	0,2%
обувь	-0,2%	0,0%
одежда и белье	-0,2%	0,1%
бензин автомобильный	-0,1%	0,6%
трикотажные изделия	0,1%	0,2%
моющие средства	0,6%	0,7%
ткани	0,9%	0,2%
табачные изделия	0,9%	2,0%

Источник: Росстат

Основными проинфляционными факторами являются **ограничения на стороне предложения** и высокие государственные расходы. 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.

Еще сигналами в пользу смещения баланса рисков в сторону проинфляционных являются медленно **снижающаяся трендовая инфляция** и высокие значения как наблюдаемой населением инфляции, так его инфляционных ожиданий (Рис. 2). **Надежду дает снижение ценовых ожиданий предприятий.**

Рис.1.
Трендовая инфляция

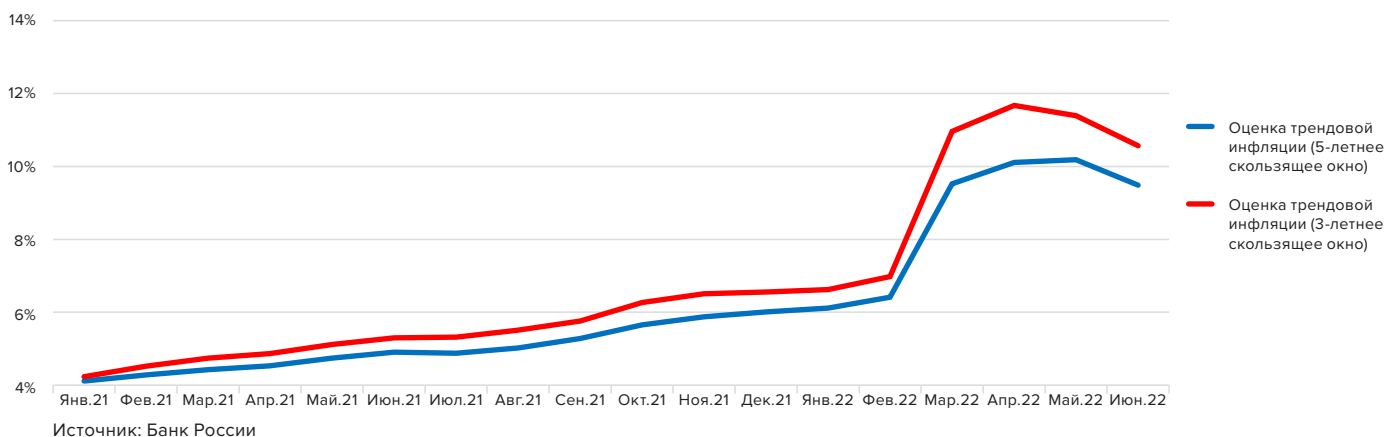
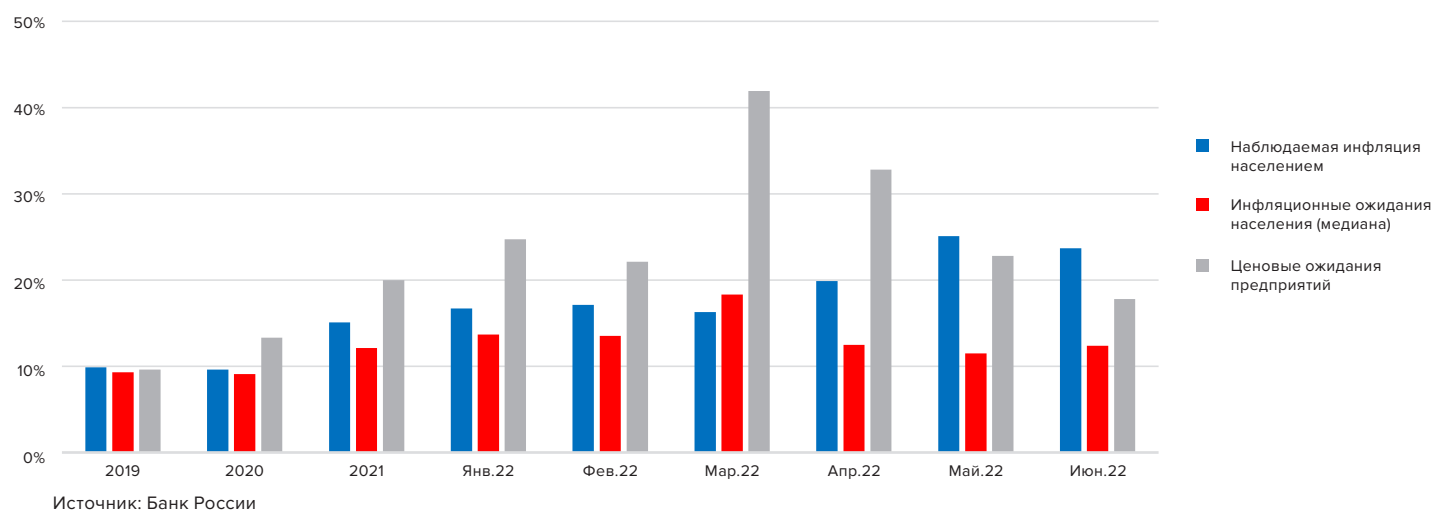


Рис.2.
Наблюдаемая инфляция и инфляционные ожидания

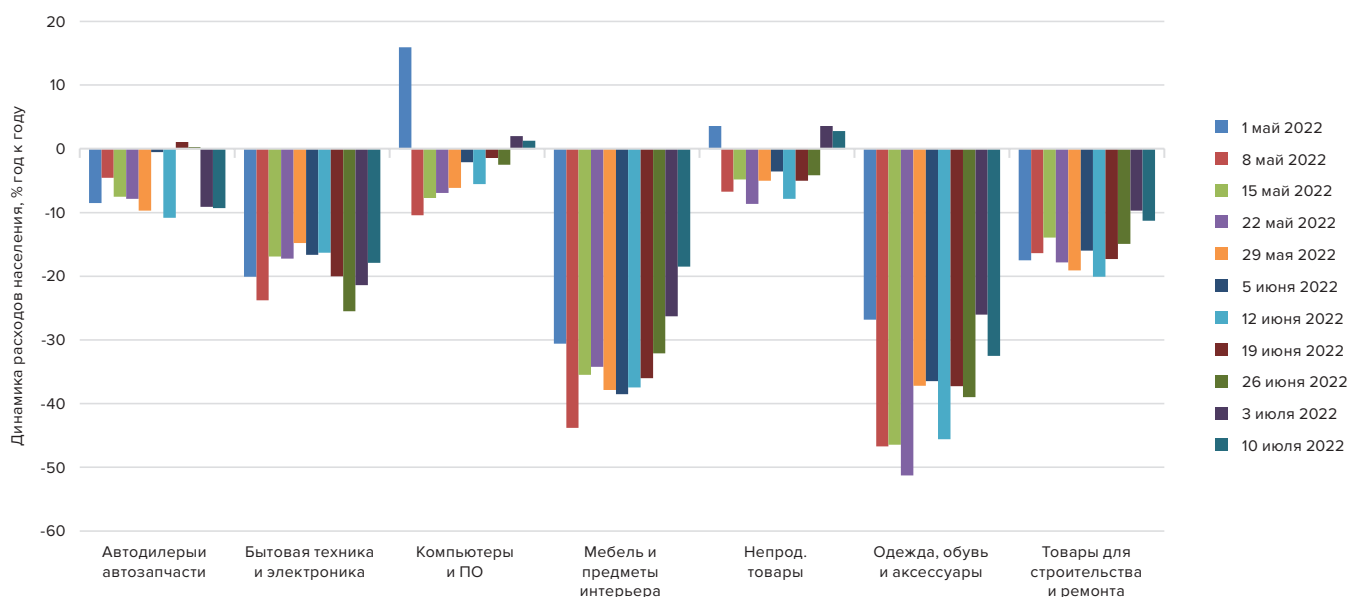


Вывод: Инфляция еще в середине ожидаемого целевого коридора, что способствует снижению ставки. Однако, смещение баланса рисков в сторону проинфляционных и устойчиво высокие инфляционные ожидания населения ограничат «аппетит» Банка России по снижению ключевой ставки.

«ПЕРЕЗАГРУЗКА» ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО СПРОСА ТРЕБУЕТ СНИЖЕНИЯ СТАВКИ

В мае–июне 2022 года потребительский спрос на непродовольственные товары оставался в состоянии депрессии. По данным СберИндекса (фиксирующем расходы по картам Сбера), несмотря на положительную динамику потребительских расходов по широкой группе непродовольственных товаров, по отдельным позициям (автомобили, бытовая техника, мебель, одежда, товары для строительства) **наблюдается существенное снижение затрат населения** по сравнению с 2021 годом (Рис. 3)

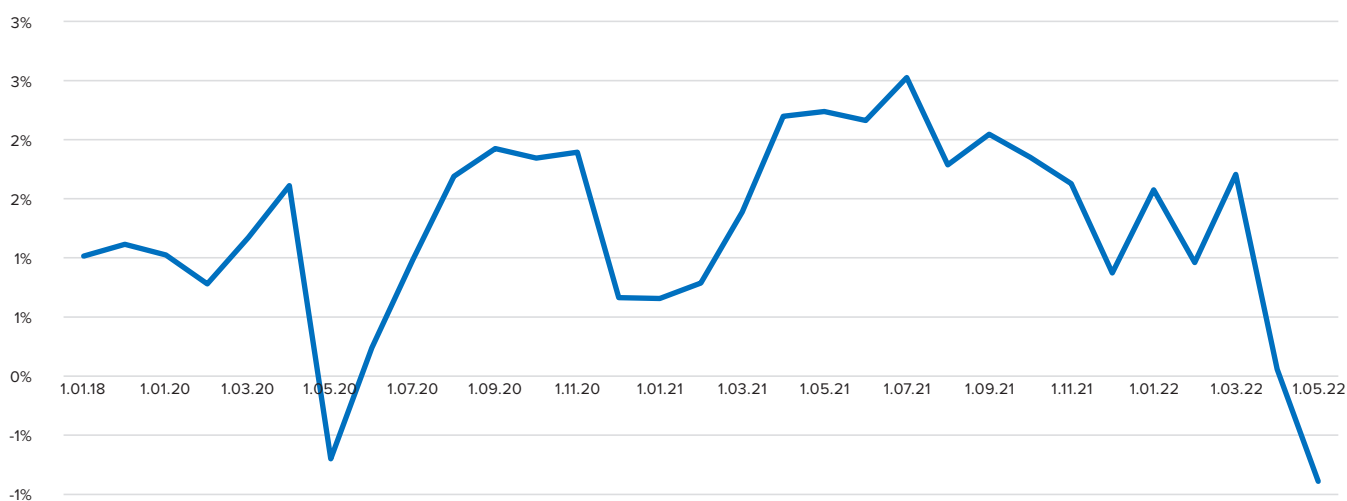
Рис.3.
Изменение затрат населения на отдельные виды товаров, год к году



Источник: <https://sberindex.ru/ru/dashboards/ver-izmenenie-trat-po-kategoriyam>

Одной из основных причин снижения потребительского спроса является **стагнация в кредитовании физических лиц**. Последний раз такие низкие темпы кредитования были в **момент объявления ограничительных мер по новой коронавирусной инфекции** (Рис 4).

Рис.4.
Прирост кредитов, предоставленных физическим лицам, % (месяц к месяцу)



Источник: Банк России

Одной из основных причин снижения потребительского спроса является стагнация в кредитовании физических лиц. Произошедшее в июне 2022 года снижение ключевой ставки способствовало «перезапуску» этого процесса. В июне выдачи кредитов населению, по прогнозам НРА, **должны вырасти на 50%–70%** по сравнению с маем на фоне снижения банками ставок. Однако, потенциал восстановления ограничен: **1** изменившимися временными предпочтениями в сторону сбережений; **2** снижением располагаемых доходов граждан и **3** жесткими стандартами получения кредитов. Эти факторы также будут сдерживать регулятор при принятии решения о шаге снижения ставки.

Вывод: снижение ставки должно благотворно повлиять на расходы населения по непродовольственным товарам. Однако, с другой стороны, резкий рост кредитования в условиях сократившегося импорта приведет к росту инфляции. Это будет учтено Банком России при принятии решения о ставке.

Начиная с конца февраля снижение экономической активности в российской экономике произошло более **умеренными темпами**, чем ожидалось НРА. 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 резкого падения 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 НРА в начале марта 2022 года. Так, снижение выпуска в добывающих отраслях в мае 2022 года замедлилось до **-0,8% год к году** (после -1,6% год к году в апреле). Добыча нефти и газа в мае 2022 года снизилась **на 3% год к году** по сравнению с 3,6% год к году в апреле. Агентство ожидало падения **в 2,5 раза больше**. Продолжают наблюдаться негативные тенденции в обрабатывающих отраслях. Снижение выпуска в мае 2022 года составило **3,2% год к году** после 2,1% в апреле. Наиболее «пострадавшей» является **автомобильная отрасль**, где снижение составило **более 60% год к году**.

Падение экономической активности **может усилиться во II полугодии 2022 года и в 2023 году**. Причинами будут ужесточение антироссийских санкций (например, прекращение импорта угля и российской нефти в ЕС) и **возможное снижение цен на товары**. Также снижение экономической активности будет вызвано структурной перестройкой экономики, которое может занять **от 1,5 года и более** (Таблица 3).

Табл.3.

Макроэкономический прогноз рейтингового агентства НРА

Параметры	2021 факт	2022 оценка	2023 прогноз	2024 прогноз
Индекс потребительских цен, %	8,4	14–17	8–10	5–7
Валовый внутренний продукт, %	4,7	(6)–(8)	(2–3)	0,3–0,7
Инвестиции в основной капитал	7,7	(20)–(25)	(0,5)–1	2–3
Реальные располагаемые доходы населения, %	3,1	(10)–(12)	(3)–(5)	1–3
Уровень безработицы, %	4,8	6–8	10–12	7–8
Средний размер ключевой ставки, %	5,0	9–12	7–9	6–8

Источник: прогнозы НРА

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

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

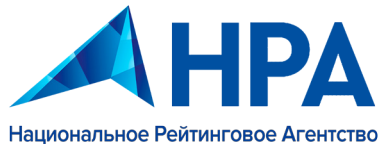
ТАТЬЯНА ГРИГОРЬЕВА

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

© 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

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.