

Усиление действия проинфляционных факторов, высокие инфляционные ожидания населения и бизнеса, увеличение рисков в экономике, проявившееся в росте доходности ОФЗ, с высокой вероятностью **послужат причинами сохранения ключевой ставки** без изменения на уровне 7,5% годовых на заседании Совета Директоров Банка России 28 октября 2022 года. Возможен также и сценарий повышения ставки на 25 базисных пунктов, но этому будет препятствовать низкая потребительская активность и риски замедления экономики при одновременном ухудшении возможностей бизнеса обслуживать долг. В среднесрочной перспективе **возможно сохранение или повышение ключевой ставки**, однако потенциал повышения ставки ограничен необходимостью стимулирования экономического роста и находится в пределах **100–150 базисных пунктов**.

РЕЗЮМЕ:

- ✓ Базовый сценарий НРА предполагает, что ключевая ставка будет сохранена на уровне 7,5% годовых. Это связано с прекращением дефляции и постепенным переходом к умеренной инфляции (с начала октября 2022 года цены выросли на 0,08%, а с начала года выросли на 10,66%). Устойчиво растет доля товаров и услуг, текущие темпы роста которых превышают 4% при одновременном уменьшении доли товаров и услуг, цена на которые снижаются. Этот тренд продолжит сохраняться на фоне стимулирующего характера бюджетной политики, прекращения действия эффекта усиления рубля, роста затрат и дефицита отдельных товаров в связи с санкциями. Кроме того, на инфляцию в России, хоть и в небольшой степени, оказывает влияние рост цен в развитых экономиках. Мы предполагаем, что годовая инфляция на конец декабря будет находиться ближе к середине диапазона 11%–13%.
- ✓ В пользу сохранения уровня ключевой ставки также говорит **рост инфляционных ожиданий** на год вперед, а также **повышение ценовых ожиданий** предприятий, зафиксированные на конец сентября 2022 года. В таких условиях Банк России может **не пойти на понижение ставки**.
- ✓ На конец октября наблюдается **существенный рост доходности** государственных облигаций по сравнению с сентябрем 2022 года. Рост отражает увеличение рисков в экономике из-за продолжающейся частичной мобилизации, введения военного положения и режима повышенной готовности в некоторых областях страны, а также ожиданий введения мобилизационных мер в экономике. Если ставки не нормализуются в ближайшее время, то **повышение ключевой ставки становится неизбежным**. В противном случае купоны будущих облигаций будут ниже, чем у уже размещенных, что **будет «толкать» доходность вверх**.
- ✓ В пессимистическом сценарии Банк России **может повысить ставку** на 25 базисных пунктов. Однако такой сценарий НРА видится как менее вероятным, так как рост рисков в экономике уже **усилил сберегательные настроения** и **сократил потребительский спрос**. Повышение ставки сейчас может **негативно повлиять** на перспективы восстановления валового внутреннего продукта (ВВП).
- ✓ Тем не менее, НРА видит сценарий, при котором Банк России может повысить ключевую ставку на следующих заседаниях в конце 2022 года и начале 2023. Он предполагает **дальнейшее усиление инфляционного давления**, что может привести к выходу инфляции за пределы прогнозного горизонта Банка России при одновременном **росте доходностей ОФЗ**. В этом случае регулятор может **повысить ставку на 50–100 базисных пунктов** к марту 2023 года.
- ✓ Повышение доходности ОФЗ негативно скажется на ставках банковских кредитов. По оценкам НРА, в ближайшие 3 месяца ставки по ипотеке (без учета льготных программ) будут составлять **7,5%–9%**. В сегменте автокредитования ставки будут находиться в диапазоне **от 9% до 14%** по новым автомобилям и **от 11% до 15,5%** по поддержанным. По потребительскому кредитованию (в зависимости от типа кредита) ставки составят **от 9% до 9,25%**. В сегменте корпоративного кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в диапазоне **от 7,5% до 12%**. Средние ставки по вкладам физических лиц теперь составят **6%–7%**, а в некоторых случаях будут повышаться до **8%–8,5%**.

✓ 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 октябре–ноябре 2022 года **составляет 61–64 рубля за доллар**. Однако, если правило все же будет введено в 2022 году, НРА не исключает ослабления рубля к концу года **до 65–67 рублей за доллар**.

РЕШЕНИЕ ПО СТАВКЕ

28 октября 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 сохранение ключевой ставки на уровне 7,5%. В пользу сохранения ключевой ставки говорят **1** повышательная динамика месячных потребительских цен; **2** рост инфляционных ожиданий населения и бизнеса; **3** существенный рост доходности российских рублевых облигаций.

16 сентября 2022 года Совет Директоров Банка России **снизил ключевую ставку** на 50 базисных пунктов, **до 7,50%** годовых, при этом послал рынку сигнал о возможном завершении цикла смягчения денежно-кредитной политики. Регулятор отметил, что денежно-кредитные условия стали нейтральными, в свою очередь на среднесрочном горизонте **преобладают проинфляционные риски**. Наблюдается выраженная неоднородность восстановления деловой активности как в отраслевом, так и в региональном разрезе.

ИНФЛЯЦИЯ: ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ ПРЕОБЛАДАЮТ НА КРАТКОСРОЧНОМ, СРЕДНЕСРОЧНОМ И ДОЛГОСРОЧНОМ ГОРИЗОНТАХ

Начиная с сентября 2022 года в России наблюдалось **окончание дефляции** и переход к умеренному росту цен (Таблица 1). Временные дезинфляционные факторы, такие как снижение цен на сезонную сельскохозяйственную продукцию, начали затухать. В краткосрочном периоде инфляцию ускоряет как восстановление активности в секторе услуг, так и **индексация тарифов** жилищно-коммунального хозяйства в декабре 2022 года. Стабилизация курса рубля в районе **60–62 рубля за доллар** ослабила эффекты переноса от укрепления рубля летом. Тем не менее, на краткосрочном горизонте, влияние проинфляционных факторов будет **частично компенсироваться снижением потребительской и инвестиционной активности** на фоне частичной мобилизации и **возросшими неопределенностями в области внутренней и внешней политики**. Однако, по мнению НРА, действие этих факторов является временным и эффект от них **прекратится в середине ноября–декабре**.

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

Табл.1 (продолжение)

Инфляционная картина в российской экономике

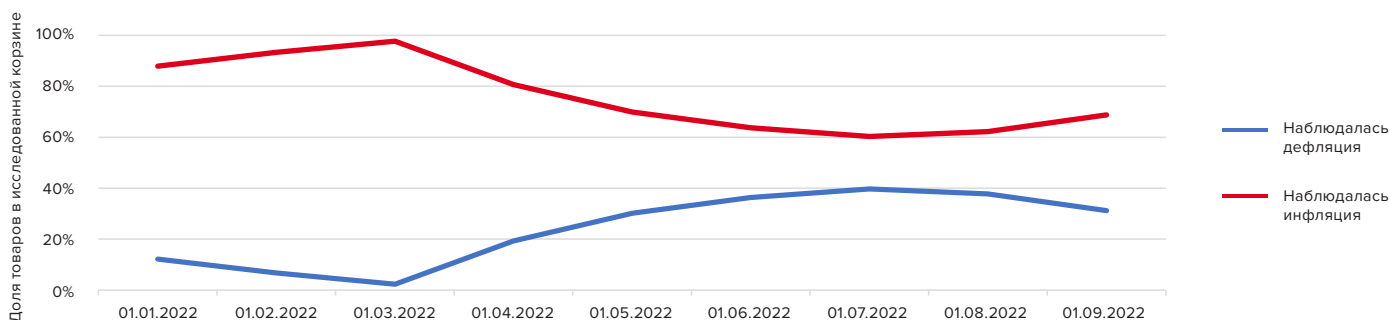
ПЕРИОД	Инфляция		Продукты питания		Непродовольственные товары		Услуги	
	% м/м	% г/г	% м/м	% г/г	% м/м	% г/г	% м/м	% г/г
Май 2022	0,15	17,10	0,60	20,05	-0,09	19,20	-0,32	10,03
Июнь 2022	-0,35	15,90	-1,10	17,98	-0,41	17,92	0,88	10,17
Июль 2022	-0,39	14,39	-1,53	16,76	-0,44	16,01	1,41	10,75
Август 2022	-0,52	14,38	-1,36	16,48	-0,05	15,95	0,05	9,23
Сентябрь 2022	0,05	14,30	-0,38	16,23	0,15	15,83	0,51	9,43

Источник: Росстат

За период с 1 октября по 17 октября рост цен **составил около 0.08%**, а с начала года – **10.5%**. Наблюдался выраженный прирост цен на плодоовощную продукцию (1,2% неделя к неделе), яйца куриные (1,9% неделя к неделе), молоко стерилизованное (0,5% неделя к неделе). Рост цен в потребительском секторе был низкий из-за приглушенного спроса. Количество позиций, по которым наблюдается умеренный и ускоренный рост цен вновь начало расти (Рис. 1). На конец сентября 2022 года доля товаров, по которым наблюдался существенный рост инфляции выше годовой цели в 4%, составила **около 45%** по сравнению с **40%** месяцем ранее.

Рис.1.

Вес товаров и услуг с умеренным и ускоренным ростом цен

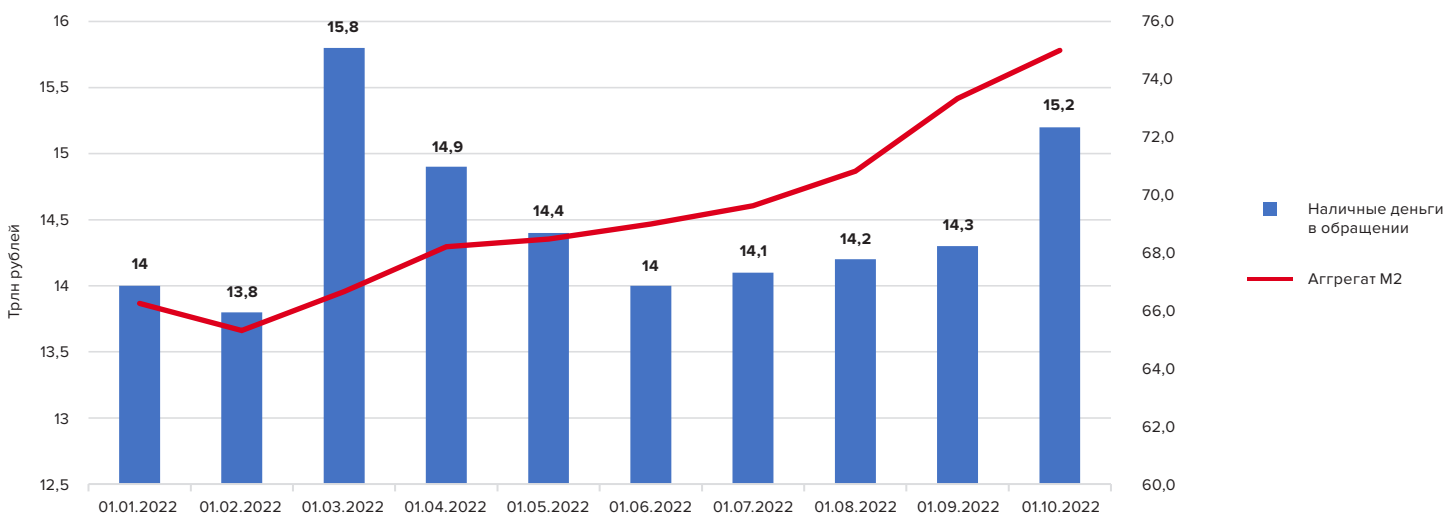


Источник: Банк России

В среднесрочной перспективе на инфляцию будет оказывать влияние **повышение денежной массы**, а также увеличение расходов государственного бюджета при одновременном **сокращении** и **высокой неопределенности доходов**. Еще одним проинфляционным фактором будет служить **плавная девальвация рубля**. Продолжаются существенные ограничения на стороне предложения и уход иностранных компаний из потребительского и промышленного секторов. Количество наличных денег в обращении увеличивалась из-за высокого спроса, вызванного **тревожностью населения** (Рис. 2). Продолжает расти и агрегат M2.

Рис.2.

Наличные деньги в обращении и агрегат M2



Источник: Банк России

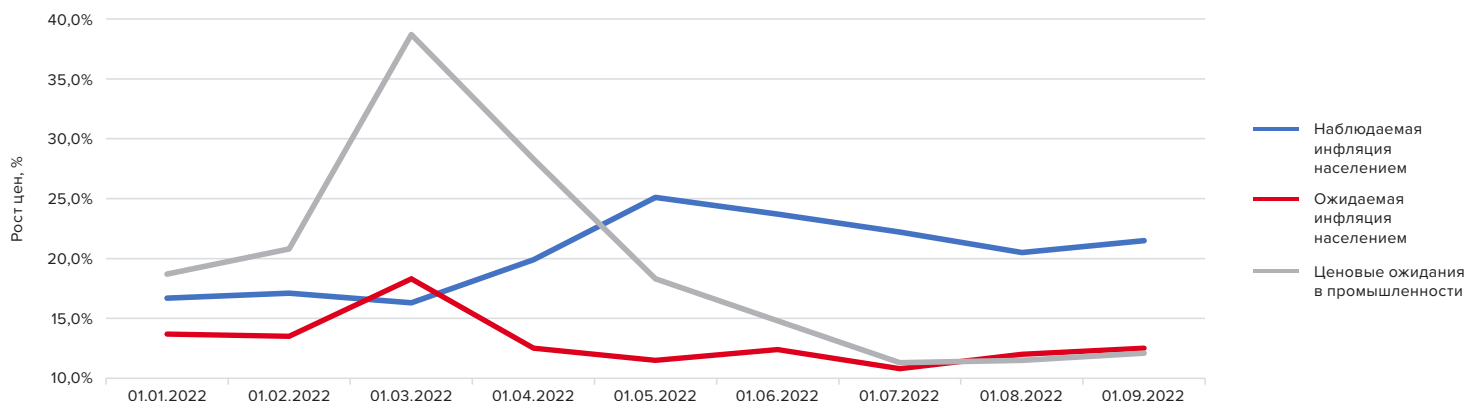
К долгосрочным проинфляционным факторам, во-первых, НРА относит **растущие издержки производителей** в условиях поиска новых поставщиков и логистических цепочек, а также **рост спроса** на продукцию внутренних производителей из-за меньшей доступности импорта. Во-вторых, мы ожидаем проинфляционный эффект от **оживления потребительского спроса**, что в условиях ограниченного предложения, будет означать **рост цен**.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НАСЕЛЕНИЯ И БИЗНЕСА ВЕРНУЛИСЬ К РОСТУ

На конец сентября 2022 года инфляционные ожидания населения на год вперед **возросли до 12,5%** (плюс 50 базисных пунктов к августу 2022), вновь вернувшись к верхней границе диапазона апреля-августа 2022 года (Рис. 3). При этом наблюдаемая **инфляция также выросла** после трех месяцев снижения, ее оценка составила **21,5%** (+ 100 базисных пунктов к августу). В сентябре 2022 года выросли и долгосрочные (на три года вперед) инфляционные ожидания населения, они вернулись к среднему уровню 2021 года. Так в сентябре 2022 года **более 50%** опрошенных ФОМ граждан сказали, что инфляция через 3 года будет выше цели в 4%.

Рис.3.

Инфляционные ожидания населения и бизнеса



Источник: Банк России

Повысились и ценовые ожидания предприятий, это повышение произошло впервые за полгода. Основной причиной роста ценовых ожиданий стало **восстановление спроса на фоне сокращения предложения и роста издержек**.

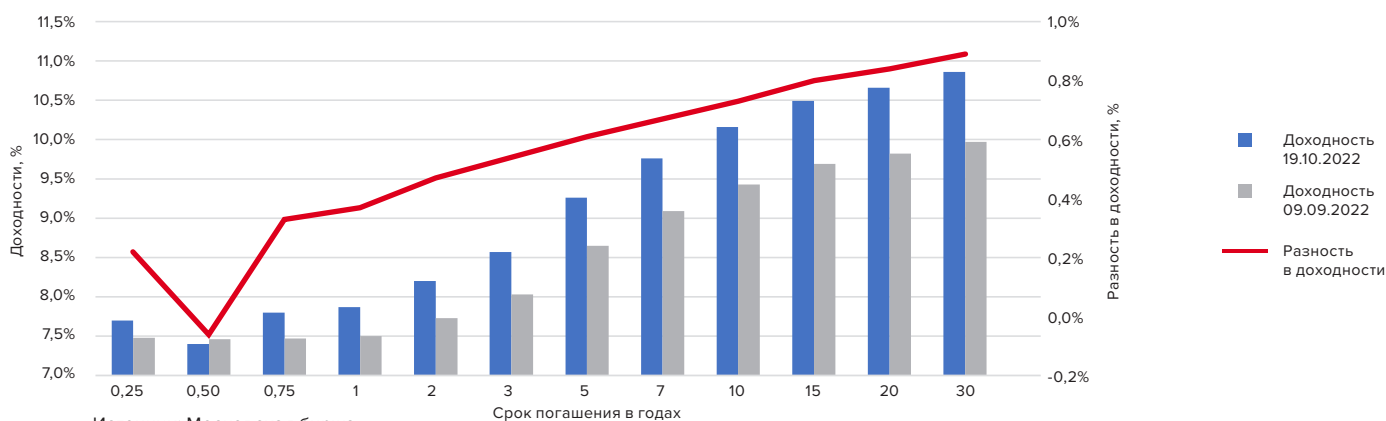
НРА заключает, что инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются незаякоренными. В этом случае инфляционное таргетирование становится менее эффективным, усиливается влияние разовых инфляционных факторов, а также ускоряется динамика инфляции. В таких условиях, регулятор скорее всего оставит ключевую ставку без изменений.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НАСЕЛЕНИЯ И БИЗНЕСА ВЕРНУЛИСЬ К РОСТУ

После получения рынком «сигнала» о возможном окончании цикла смягчения денежно-кредитной политики в сентябре 2022 года **доходности ОФЗ перешли к росту**. Наиболее существенный месячный рост наблюдался в **среднесрочном и долгосрочном сегментах** (Рис. 4). На динамике ставок существенно отражается ожидаемый рост бюджетного дефицита, что может потребовать новых внутренних заимствований. Рост доходностей также может объясняться общим **увеличением геополитических рисков**.

Рис.4.

Изменение доходности ОФЗ за месяц на 18 октября 2022 года



Источник: Московская биржа

Мы ожидаем, что по мере снижения геополитических и внутренних рисков, связанных с частичной мобилизацией, **доходности ОФЗ могут начать снижаться**. Однако в таких условиях снижение ключевой ставки выглядит **практически невероятным**. Если ставки не нормализуются в ближайшее время, то становится практически неизбежным **повышение ставки** на одном из следующих заседаний. В противном случае купоны будущих облигаций будут ниже, чем у уже размещенных, что будет **«толкать» доходность вверх**, снижая стоимость долговых ценных бумаг.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НРА

После резкого снижения во втором квартале 2022 года уровень экономической активности в 3 квартале 2022 года стабилизировался. Проблемой остается **неравномерный процесс структурной перестройки экономики**. Наибольший отрицательный вклад в динамику выпуска внесла оптовая торговля, в которой большую долю занимает реализация природного газа. В обрабатывающей промышленности продолжается постепенное восстановление выпуска.

Однако в четвертом квартале **возможно замедление восстановления экономики** на фоне **ухудшения потребительских настроений** и **сокращения численности рабочей силы** после объявления частичной мобилизации. НРА считает, что снижение валового внутреннего продукта в 2022 году **составит 3,5%–4%**. Агентство также ожидает, что **снижение ВВП продолжится и в 2023 году** на фоне пониженной инвестиционной активности. Восстановление роста ВВП произойдет **не раньше 2024 года** (Таблица 2).

Табл.2.

Макроэкономический прогноз рейтингового агентства НРА

ПОКАЗАТЕЛИ	2021 факт	2022 базовый прогноз	2023 базовый прогноз	2023 стресс прогноз	2024 прогноз
Индекс потребительских цен, %	8,4	11–13	6–7	14–17	5–6
Валовой внутренний продукт, %	4,7	(3)–(5)	(2)–0,5	(5)–(8)	1,3–1,7
Инвестиции в основной капитал, %	7,7	(8)–(10)	(1)–(3)	(5)–(9)	1,8–2,3
Реальные располагаемые доходы населения, %	3,1	(3)–(4)	(1)–(2)	(4)–(6)	0–1
Уровень безработицы, %	4,8	4,7–5,0	5,0–5,3	9–11	4,9–5,2
Средний размер ключевой ставки, %	5,0	10–10,5	6,5–8,5	12–16	5,5–6,5

Источник: прогноз НРА

На фоне низкой инвестиционной активности и замедляющегося восстановления объемов выпуска повышение ставки выглядит маловероятным. Наиболее реалистичный прогноз – это сохранение ставки на текущем уровне.

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

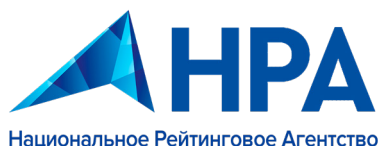
ВАЛЕРИЙ ВОЛЫНЧИКОВ

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.