

## ОГЛАВЛЕНИЕ:

РЕЗЮМЕ.....	1
1. РЕШЕНИЕ ПО СТАВКЕ.....	2
2. ИНФЛЯЦИЯ: ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ ПРЕОБЛАДАЮТ НА ВСЕХ ГОРИЗОНТАХ.....	3
3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ.....	4
КОНТАКТЫ И АВТОРЫ.....	5

## РЕЗЮМЕ:

Усиление проинфляционных факторов, увеличение рисков в экономике, новые санкционные меры со стороны «недружественных» государств, а также внеплановое повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги (ЖКХ) с 1 декабря 2022 года с высокой вероятностью послужат причинами сохранения ключевой ставки без изменения на уровне 7.5% годовых на заседании Совета Директоров Банка России 16 декабря 2022 года. Возможен также и сценарий снижения ключевой ставки на 25 базисных пунктов, но этому будет препятствовать растущий дефицит бюджета, повышенная динамика цен на услуги и высокая волатильность инфляции по периодам.

✓ **Базовый сценарий НРА предполагает, что ключевая ставка будет сохранена на уровне 7.5% годовых.** Это связано с высокой вероятностью повышенного инфляционного давления в условиях положительного бюджетного и кредитного импульса, разворачивающегося на фоне неустойчивой нормы сбережений. Наблюдается ускорение годового роста цен в услугах, связанное как с внеплановым повышением тарифов на ЖКХ, так и ростом спроса на фоне увеличивающихся издержек бизнеса. Этот тренд будет носить среднесрочный характер из-за исчерпания фактора усиления рубля, роста затрат и дефицита отдельных товаров и стимулирующего характера бюджетной политики. Продолжает расти доля товаров и услуг, текущие темпы роста которых превышают 4% при одновременном уменьшении доли товаров и услуг, цена на которые снижаются.

✓ **Главным проинфляционным фактором будет являться дефицит федерального бюджета, который составит около 2% (около 2.9 триллионов рублей) в 2023 году.** По мнению Агентства, значительный дефицит бюджета создает дополнительный спрос в экономике, повышая проинфляционные риски. Мы также ожидаем, что в случае превышения уровня дефицита в 2% Банк России перейдет к ужесточению денежно-кредитной политики. Это может произойти во второй половине 2023 года.

✓ **Инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются высокими.** Однако если ожидания роста цен населением в ноябре 2022 года несколько снизились (до 12.2% с 12.8% в октябре 2022 года), то ценовые ожидания бизнеса существенно выросли (до 18.5% с 16.5% в октябре 2022 года). В таких условиях Банк России вряд ли пойдет на понижение ставки.

✓ **Существует очень высокая неопределенность по отношению объема сырьевого экспорта из России** (прежде всего нефти и газа) на фоне действий «недружественных» стран по ограничению цены на эти товары. Более того, возможно понижательное давление на сырьевые цены на фоне замедления мировой экономики. Эти факторы повышают риски выхода бюджетного дефицита за планку в 2% в 2023 году.

✓ Еще одной причиной сохранения ключевой ставки на текущем уровне является **стремление Банка России создать в стране рынок долгосрочных финансовых инструментов и накоплений**. Вернуть желание населения вкладываться на более длительные сроки можно за счет стабильной ключевой ставки.

✓ По оценкам НРА, в ближайшие 3 месяца ставки по ипотеке (без учета всех льготных программ) будут составлять 10%-12%. В сегменте автокредитования ставки будут находиться в диапазоне от 9% до 14% по новым автомобилям и от 11% до 18,5% по подержанным. Средняя ставка по необеспеченным кредитам на любые цели составит в диапазоне 21%-22%, по залоговым кредитам от 18% до 19%. В сегменте корпоративного кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в диапазоне от 8,85%-9,5%. Средние ставки по вкладам физических лиц продолжат составлять 6%–7%, но по долгосрочным вкладам могут превышать 7,5%. Агентство ожидает привлекательные процентные ставки более 7,5% по акционным новогодним вкладам, предлагаемых крупнейшими банками из Топ-10.

✓ Существует незначительная вероятность снижения ключевой ставки на 25 базисных пунктов. Причинами могут стать: (1) необходимость ускорения экономики за счет повышения инвестиционной активности; и (2) стимулирование оживления потребительского спроса. Однако этот сценарий маловероятный, поскольку сокращение инвестиций носит немонетарный характер и вызвано, в первую очередь, повышенными рисками и закрытием внешних рынков капиталов для России. Кроме того, ключевая ставка уже находится близко к нейтральному уровню, который Агентство оценивает в 6%. Наоборот, снижение ключевой ставки сейчас может увеличить проинфляционные риски в экономике и создать препятствия для возвращения инфляции к уровню 4% в 2024 году.

✓ 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. Ожидания НРА по среднему курсу рубля в январе–феврале 2022 года составляет 62–64 рубля за доллар. НРА не исключает ослабления рубля к концу 2023 года до 66–68 рублей за доллар.

## 1. РЕШЕНИЕ ПО СТАВКЕ

16 декабря 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%.

28 октября 2022 года Совет Директоров Банка России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,50% годовых. Регулятор отмечал растущие проинфляционные эффекты из-за ограничений на стороне предложения. Сообщалось о повышенных инфляционных ожиданиях населения и бизнеса. В качестве факторов принятия решения отмечались фактическая и ожидаемая инфляция относительно цели (4%), уровень внешних и внутренних рисков, а также динамика процесса структурной перестройки экономики.

## 2. ИНФЛЯЦИЯ: ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ ПРЕОБЛАДАЮТ НА ВСЕХ 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 61–63 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 неопределенностей в области внутренней и внешней политики и ожиданий новых санкций со стороны «недружественных» стран.

**Таблица 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	10,89	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
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
Октябрь 2022	0,18	14,13	0,28	15,80	0,04	15,66	0,24	9,62
Ноябрь 2022	0,37	13,93	-0,15	15,86	0,06	15,44	0,76	9,76

Источники: Банк России, Росстат

За период с 29 ноября по 5 декабря рост индекса потребительских цен составил около 0.6%, а с начала года – 11,71%. Наблюдался выраженный прирост на услуги ЖКХ из-за повышения тарифов с 1 декабря 2022 года. В сегменте продовольственных товаров максимальное повышение цен наблюдалось по таким товарам как: яйца куриные (0.78% неделя к неделе), сосиски (0.36% неделя к неделе), молоко пастеризованное (0.43%). Существенный рост произошел на плодоовощную продукцию (2.9%). Рост цен в потребительском секторе был низкий из-за приглушенного спроса и распродаж. Количество позиций, по которым наблюдается умеренный и ускоренный рост цен, оставалось стабильно высоким (Рис. 1). На конец ноября 2022 года доля товаров, по которым наблюдался существенный рост инфляции выше годовой цели в 4%, составила около 24% по сравнению с 27% месяцем ранее.

**Рис. 2** Инфляционные ожидания населения и бизнеса



Источник: Банк России

Несмотря на то, что инфляционные ожидания населения несколько снизились, продолжают расти ценовые опасения предприятий. Основной причиной их роста является наблюдающееся восстановление спроса на фоне сокращения предложения и роста издержек.

НРА продолжает наблюдать, 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.

### 3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

После резкого спада во втором квартале 2022 года уровень экономической активности в 3 квартале 2022 года в целом 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 на фоне роста госзаказа и его поддержки со стороны государственного бюджета. В четвертом квартале тренд на некоторое восстановление экономической активности продолжается, основной рост будет виден в отраслях, ориентированных на внутренний спрос (в первую очередь в машиностроении).

НРА считает, что снижение валового внутреннего продукта в 2022 году составит 3-3.5%. Агентство также ожидает, что снижение ВВП продолжится и в 2023 году на фоне пониженной инвестиционной активности и снижения экономического потенциала на фоне санкций. Восстановление роста ВВП произойдет не раньше 2024 года (Таблица 2).

**Таблица 2.** Макроэкономический прогноз

Показатели	2021 факт	2022 базовый прогноз	2023 базовый прогноз	2024 прогноз
Индекс потребительских цен, %	8.4	12-13	6-7	4-5
Валовой внутренний продукт, %	4.7	(3)-(3,5)	(2)-(3)	1.3–1.7
Инвестиции в основной капитал, %	7.7	(1)-1	(2)-(3)	1.5-2.5
Реальные располагаемые доходы населения, %	3.1	(2)-(3)	(1)-0	1-2
Уровень безработицы, %	4.8	4.0-4.2	4.0-4.5	4.3-4.7
Средний размер ключевой ставки, %	5.0	10.6	6.5-7.5	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](mailto:grishunin@ra-national.ru)

### **ВАСИЛИСА КОВАЛЕВА**

Младший аналитик рейтингов

инвестиционных посредников

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

### [Контакты для СМИ и клиентов](#)

### **ВОЛЫНЧИКОВ ВАЛЕРИЙ**

Директор по связям с общественностью

Тел. +7 (495) 122-22-55

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

### **ТАТЬЯНА ГРИГОРЬЕВА**

Управляющий директор

Моб. +7 (903) 589-04-27

Тел. +7 (495) 122-22-55 (#101),

E-mail: [grigoryeva@ra-national.ru](mailto: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](http://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](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.