

✓ Мягкая бюджетная политика и значительные бюджетные расходы на среднесрочном горизонте, реализовавшийся эффект переноса девальвации рубля в цены, продолжающееся давление на издержки производителей из-за структурной перестройки экономики, не заякоренные инфляционные ожидания населения и бизнеса, а также продолжающийся рост устойчивых компонентов цен товаров и услуг станут вескими причинами для повышения Банком России ключевой ставки на ближайшем заседании Совета директоров 15 декабря 2023 года.

В базовом сценарии НРА ожидает повышение ставки на 100–150 базисных пунктов до уровня в 16%–16.5%. Ожидаемым участниками рынка сценарием является повышение ставки на 100 базисных пунктов до 16%, но, мы полагаем, что **более «ястребиное» повышение более вероятно для того, чтобы поставить точку в цикле повышения ставки.** В оптимистическом сценарии агентство ожидает сохранения ставки на уровне 15%. В пессимистическом сценарии возможно повышение ставки до 17%.

✓ Мы полагаем, что на этом повышении ставки текущий цикл ужесточения денежно-кредитной политики в 2023 году завершится. Мы полагаем, что, по инерции, высокие темпы инфляции продлятся еще два-три квартала, в первую очередь благодаря низкой базе конца 2022-начала 2023. Однако, затем работа трансмиссионного механизма переломит тренд. Дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики в начале 2024 года возможно при выполнении двух условий: (1) умеренном повышении ставки в декабре (на 50–100 базисных пунктов); (2) продолжающемся росте устойчивых компонентов цен товаров и услуг за последующие два месяца. Мы более чем уверены, что жесткая кредитно-денежная политика продержится до конца 2024 года, а цикл снижения ставки начнется не раньше 3–4 квартала 2024 года. Факторами, которые, скорее всего, приведут к снижению ставки являются: (1) нормализация инфляционной картины в России и возвращение инфляции к цели 4%; (2) снижение макроэкономических и проинфляционных рисков в мировой экономике; (3) реализация шагов в сторону бюджетной консолидации; (4) стабилизация инфляционных ожиданий населения и бизнеса и переход их к снижению.

✓ Наиболее существенным драйвером разворачивающегося ужесточения ДКП является продолжающаяся мягкая бюджетная политика, сопровождающаяся существенным увеличением спроса в промышленности (в первую очередь, в обрабатывающих отраслях) за счет бюджетного импульса. Высокая ключевая ставка в таких условиях становится неизбежной, так как для обеспечения финансовой стабильности мягкая бюджетная политика должна компенсироваться жесткой ДКП и наоборот.




✓ Вторым существенным драйвером ужесточения ДКП стала структурная перестройка экономики, необходимость в которой вызвана экономическими санкциями. Эта перестройка сопровождается фронтальным ростом издержек производителей (за счет удлинения маршрутов поставок, увеличения «рыночной силы» поставщиков из-за смены последних, увеличения числа посредников в цепочке поставок, дополнительных затрат на обслуживание и запасные части для оборудования, роста затрат на финансовые транзакции, увеличение оборотных средств. Для поддержания рентабельности на приемлемом уровне производители вынуждены «перекладывать» увеличение затрат на потребителя.

☑ **Третьим существенным драйвером ужесточения ДКП является высокий кредитный импульс, приводящий к тому, что сложившийся в экономике спрос превышает предложение товаров и услуг, и создал значительное инфляционное давление.** Однако, влияние этого фактора несколько снизилось за счет эффективной «работы» трансмиссионного механизма и ужесточения денежно-кредитных условий. На последнее указывает рост ставок в сегментах финансового рынка и намечающийся разворот к снижению инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Предыдущие повышения ключевой ставке, в совокупности с макропруденциальными мерами и увеличением размера первоначального взноса, скорее всего, приведут к снижению выдач рыночной ипотеки на 10%-12%. Уже в октябре 2023 года темпы роста задолженности по ипотеке замедлились до 2.9% с 4.0% месяц к месяцу (с учетом сезонности). Темпы роста кредитования физических лиц также показал некоторое снижение в октябре (2.2% против 2.4% месяц к месяцу в сентябре 2023 года). По предварительным данным, в ноябре 2023 года произошло снижение количеств выданных кредитов наличными на 11.35% (месяц к месяцу) и автокредитов на 8.6% (месяц к месяцу). Темпы прироста корпоративного кредитования в октябре 2023 года сократились практически вдвое и составили 2.5% месяц к месяцу. В дальнейшем следует ожидать продолжения ужесточения денежно-кредитных условий, и, соответственно, постепенного охлаждения корпоративного кредитования вплоть до выхода на отрицательные темпы прироста в 1 квартале 2024 года. Одновременно росла и склонность населения к сбережениям. Так, по итогам 2023 года рынок розничных депозитов может достигнуть 48 трлн рублей, что соответствует годовому росту в 22%. В структуре

☑ **Стабилизация и, даже, некоторое укрепление рубля, способствуют нашему убеждению, что цикл повышения ключевой ставки подходит к концу.** Среднемесячный курс рубля к доллару США в ноябре сократился до 90.4 рубля за доллар с 97.1 рубль за доллар и вернулся к величинам, наблюдаемым в июле 2023 года. Это укрепление рубля отражает улучшение внешнеторгового сальдо в результате как роста цен на нефть и сокращения спреда к эталонной марке Brent, так и сокращения импорта из-за ужесточения ДКП. По нашим оценкам, 100% девальвации российского рубля немедленно «перекладывается» в инфляцию, поэтому стабилизация рубля является признаком замедления темпов роста инфляции. В первом квартале 2024 года мы ожидаем, что курс доллара может вернуться к отметкам 85–90 рублей за доллар США и оставаться в этом диапазоне до начала лета 2024 года.

☑ **Четвертым драйвером ужесточения ДКП является значение трендовой инфляции в два раза выше цели (4%).** Индекс потребительских цен (ИПЦ) в ноябре 2023 года показал рост в 1.1% (месяц к месяцу) по сравнению с 0.83% (месяц к месяцу) в октябре 2023 года, и 0.87% (месяц к месяцу) в сентябре 2023 года. Мы ожидаем, что по итогам 2024 года годовой прирост ИПЦ составит около 8,5%, что практически в два раза выше цели. На конец октября 2023 года наблюдался существенный фронтальный рост цен как в сегменте продовольственных товаров (7,1 % год к году), так и непродовольственных товаров (5,6% год к году). Традиционно высок рост цен в услугах (более 10% год к году). В пользу повышения ставки говорят и следующие утверждения Банка России: (1) трансмиссия ДКП происходит в условиях санкционного кризиса медленнее, чем раньше); (2) продолжают увеличиваться устойчивые компоненты инфляции. В таких условиях Банк России может «добавить жесткости» чтобы вернуть инфляцию к цели в условиях «нестандартного» структурного кризиса.

Внешние условия остаются неблагоприятными. Основной проблемой является даже не ужесточение санкций против России, а распространение вторичных санкций, что негативно повлияет на цепочки поставок, и, скорее всего, приведет к ускорению инфляции из-за переноса увеличивающихся коммерческих и логистических расходов в цены.

-  **Инфляционные ожидания населения и бизнеса вновь растут и остаются незаякоренными.** По данным Банка России за сентябрь 2023 года, инфляционные ожидания вновь выросли на следующие 12 месяцев до 12,2% по сравнению с 11,2% в октябре и 11,7 в сентябре 2023 года. Ощущаемая населением инфляция находится существенно выше целевой отметки Банка России (4%) и стабилизировалась у значения 15%. Ценовые ожидания предприятий за три последних месяца продолжает находиться на отметке 24%. Исключительно негативные сигналы поступают от сектора розничной торговли. Здесь ценовые ожидания на следующие 3 месяца продолжают фиксироваться на отметках близких к 50%. Все это, во-первых, говорит не только о незаякоренности инфляции, но и о потенциальном пике инфляции в первые два квартала 2024 года. Поэтому говорить о снижении ключевой ставки до лета 2024 года практически невозможно.
-  **Тон регулятора может смягчиться.** Регулятор может дать понять о завершении цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Более точно сказать о дальнейшем тренде ключевой ставки можно будет только после «сигналов» регулятора, которые прозвучат в пресс-релизах 15 декабря 2023 года.
-  **В ближайшие 1,5–2 месяца рыночные ставки по ипотеке без учета льготных программ будет составлять 15%–17%,** что будет сдерживать рост цен на недвижимость на вторичном рынке. В сегменте автокредитования средние ставки будут находиться **около 20% по новым автомобилям и достигать до 35% по подержанным.** Рыночная ставка по необеспеченным потребительским кредитам составит в диапазоне **21%–27% для работников по найму.** В сегменте кредитования (без учета мер поддержки) **нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок 16%–18%.** Максимальные процентные ставки по вкладам населения до 90 дней будут находиться в диапазоне 15%–17%.

**Приложение:****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 |
| 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 |
| Декабрь 2022 | 0,78 | 11,94 | 0,60 | 10,29 | 0,05 | 12,7 | 2,04 | 13,2 |
| Январь 2023 | 0,74 | 11,5 | 1,46 | 10,43 | 0,19 | 11,88 | 0,32 | 12,5 |
| Февраль 2023 | 0,44 | 11,0 | 0,80 | 9,62 | -0,15 | 11,19 | 0,73 | 12,0 |
| Март 2023 | 0,37 | 3,51 | 0,13 | 2,57 | 0,14 | 0,12 | 0,97 | 9,73 |
| Апрель 2023 | 0,38 | 2,31 | 0,29 | -0,01 | 0,15 | -0,26 | 0,79 | 9,43 |
| Май 2023 | 0,31 | 2,51 | -0,31 | -0,81 | 0,34 | 0,16 | 1,13 | 11,02 |
| Июнь 2023 | 0,37 | 3,25 | -0,01 | 0,18 | 0,42 | 0,99 | 0,83 | 10,96 |
| Июль 2023 | 0,63 | 4,30 | 0,49 | 2,23 | 0,91 | 2,36 | 0,48 | 9,95 |
| Август 2023 | 0,28 | 5,15 | -0,06 | 3,58 | 1,14 | 3,58 | -0,32 | 9,54 |
| Сентябрь 2023 | 0,87 | 6,00 | 0,86 | 4,87 | 1,09 | 4,56 | 0,61 | 9,66 |
| Октябрь 2023 | 0,83 | 6,69 | 1,35 | 6,00 | 0,55 | 5,08 | 0,48 | 9,92 |
| Ноябрь 2023 | 1,11 | 7,48 | 1,55 | 7,21 | 0,53 | 5,58 | 1,23 | 10,42 |

Источник: Росстат



[Контакты для СМИ](#)

E-mail: pr@ra-national.ru

СЕРГЕЙ ГРИШУНИН

Управляющий директор Рейтинговой службы

E-mail: grishunin@ra-national.ru

[Клиентская служба](#)

Тел. +7 (495) 122-22-55,

E-mail: commercial@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

© 2023

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.