

✓ Формирование тренда на снижение инфляции, торможение роста розничного кредитования, тенденции к снижению бюджетного дефицита и повышение нормы сбережений населения свидетельствуют об отсутствии необходимости повышения ключевой ставки.

✓ С другой стороны, продолжающаяся мягкая бюджетная политика, продолжающееся давление на издержки производителей (в первую очередь за счет «перегрева» рынка труда) и не заякоренные инфляционные ожидания населения и бизнеса будут требовать от регулятора продолжения жесткой денежно-кредитной политики по крайней мере на горизонте до полугода. **Все это послужит вескими причинами для сохранения Банком России ключевой ставки на текущем уровне на ближайшем заседании Совета директоров 16 февраля 2024 года.**

Мы ожидаем, что расширение коммуникации между Банком России и заинтересованными сторонами в виде распространения резюме по обсуждению решений по ключевой ставке, позволит уменьшить эффект «инфляционной травмы» и послужить важным шагом к формированию заякоренных ожиданий по инфляции у населения и бизнеса. Тем не менее, проинфляционные риски доминируют, поэтому ожидаемого снижения летом, на что настроен рынок, может и не произойти.

✓ **Итак, в базовом сценарии НРА ожидает сохранение ставки ЦБ на уровне 16%.** Ожидаемым участниками рынка сценарием является также сохранение ставки на текущем уровне с **постепенным снижением ставки до 12%–13% к началу 2025 года.** При этом мы полагаем, что цикл снижения ставки Банк России начнет не раньше **июля 2024 года.** Ожидания смягчения ДКП проявляется и в доходности долгосрочных ОФЗ: кривая доходностей по бумагам длиннее 2 лет стабилизировалась в районе 12%. Пессимистический сценарий предполагает переход к новому ужесточению ДКП летом 2024 года на фоне новой волны инфляции и ослабления рубля. Однако сейчас этот сценарий выглядит маловероятным. В оптимистическом сценарии агентство ожидает быстрое снижение ставки до 12% уже к осени 2024 года, но и этот сценарий пока выглядит нереализуемым.

✓ **Факторами, которые, скорее всего, приведут к снижению ставки во второй половине 2024 года, являются:**

1. Нормализация инфляционной картины в России и возвращение инфляции к цели 4%;
2. Снижение уровня волатильности российского рубля;
3. Стабилизация уровня затрат производителей, в первую очередь затрат на рабочую силу;
4. Выраженная картина бюджетной консолидации;
5. Тренды на возврат к равновесному состоянию предложения и спроса на потребительских рынках;
6. Переход к снижению инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Также, условием снижения ставки станет отсутствие новых существенных вызовов со стороны внешней среды.

## Большие расходы государственного бюджета обязывают сохранять жесткую ДКП

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. **Однако влияние этого фактора будет постепенно уменьшаться по мере сокращения дефицита и бюджетной консолидации.** Так по планам правительства бюджетный дефицит в 2024 году должен снизиться до 0.9% ВВП, в 2025 году – уже до 0.4%. Уже в январе 2024 года дефицит бюджета составил 0.2% к прогнозному ВВП в сравнении с 1% за сопоставимый период годом ранее. Однако продолжают существовать риски выхода дефицита за прогнозируемые рамки в случае существенного сокращения доходов от реализации сырья (в первую очередь нефтегазовых доходов)

**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 маршруток 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.

**Трансмиссионный механизм и макропруденциальные меры действительно работают.** По данным Сбериндекса, потребительские расходы населения, скорректированные на сезонность, начали снижаться. Их пик пришелся на третий квартал 2023 года, а четвертом квартале наблюдается их снижение приблизительно на 1% в месяц. Это снижение также сопровождается и давно ожидаемой стабилизацией кредитования населения, в первую очередь необеспеченного кредитования. Мы также ожидаем стабилизацию кредитования в 1 квартале 2024 года в ипотеке (на фоне сворачивания льготных программ) и автокредитовании (на снижении спроса на новые автомобили). Если это произойдет – это послужит дополнительным сигналом для регулятора для снижения ключевой ставки летом. Макропруденциальные меры действительно «сработали» – четвертом квартале 2023 года банки существенно ужесточили условия кредитования по потребительским заимствованиям.

## ☑ Стабильного замедления инфляции пока не видно, а ожидания по инфляции у граждан и бизнеса вновь растут

**Замедление инфляции в январе 2024 года пока крайне неустойчиво, а проинфляционные факторы продолжают перевешивать.** В январе 2024 года рост потребительских цен ощутимо замедлился, но это связано не с «фронтальным» снижением инфляции, а отдельным снижением цен на «волатильные» компоненты корзины. Так фиксировались снижение цен на авиабилеты, а также по отдельным видам продовольствия (например, курица). Скорее всего, инфляция в январе составит около 0.68%, что означает что инфляция в годовом выражении (с учетом сезонности) может «выйти» на уровень 4.5% и чуть выше целевого значения. Это хороший знак для начала года, однако необходимо время, чтобы убедиться в устойчивости тренда.

**Еще одним аргументом для Банка России для сохранения жесткости до достижения уверенных дезинфляционных трендов является умеренное влияние прошедшего ужесточения ДКП на инвестиционную политику российского бизнеса.**

Как показывают результаты мониторинга предприятия Банка России инвестиционная активность компаний в 4 квартале 2023 года продолжала нарастать, причем темп ее расширения повысился по сравнению с третьим кварталом 2023 г. Положительным сигналом также является тот факт, что число заявок от предпринимателей малого и среднего бизнеса (МСП) на реструктуризацию стало гораздо меньше, что может говорить об адаптации МСП к новым кредитно-денежным условиям. Темпы прироста корпоративного кредитования в 4 квартале продолжали сохранять уверенную положительную динамику и равнялись около 2%. Объем кредитования за весь 2023 год вырос на 20.4% что существенно выше, чем в досанкционный 2021 год (12.2%). Однако существует два риска. Первый заключается, что у бизнеса могут возникнуть сложности в обслуживании этого долга в среднесрочной перспективе. Второй – что темпы корпоративного кредитования могут существенно замедлиться, если «жесткость» продлится слишком долго. Уже в январе 2024 года прирост корпоративных портфелей составил всего 1.6%, что ниже декабря 2023 (2.1%), а опросы Банка России свидетельствуют о возможном охлаждении инвестиционной активности.

**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 январь 2024 года картина остается смешанной. С одной стороны, фиксируется некоторое снижение инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев до 12.7% (декабрь 2023 года: 14.2%). С другой стороны, мы видим продолжающиеся высокие инфляционные ожидания предприятий: 24.2% компаний в целом (рост с 23% в декабре 2023) и 41.4% в розничной торговле (40.9% в декабре 2023 года). Очевидно, что компании продолжают закладывать в свои ожидания ослабление рубля, рост логистических расходов и расходов на внешнеэкономическую деятельность и перегрев на рынке труда. Также налицо разрыв между экономической риторикой регулятора, с одной стороны, и населением, и бизнесом, с другой.

✓ Как свидетельствует академическая литература, пережитый опыт высокой инфляции способен влиять на инфляционные ожидания, а также сформировать «инфляционную травму» – повышенные инфляционные ожидания на годы вперед. Единственный рецепт преодоления его – это повышение финансовой грамотности населения и бизнеса, а также расширение коммуникации между Банком России и всеми заинтересованными сторонами. Такая коммуникация должна предоставлять заинтересованным сторонам исторические данные об успешных эпизодах борьбы с инфляцией и фокусировать их внимание на последующем снижении инфляции.

## ✓ **Высокие ставки по депозитам обеспечили рекордный рост вкладов в 2023 году**

**Высокие ставки по депозитам способствовали повышению сберегательных настроений населения, что оптимизирует потребительский спрос.** В 2023 году средства населения в банках выросли на рекордные 23% и достигли около 8.5 трлн. рублей. При этом продолжалась «девалютизация»: средства на депозитах в валюте, достигавшие в 2021 году 95 миллиардов долларов, сократились более, чем на 40 млрд долларов.

✓ Однако спрос на долгосрочные вклады остаётся низким (доля вкладов более 1 года не превышает 12% общего объема вкладов), что тоже говорит о незаякоренности ожиданий. Для создания стимулов к долгосрочным сбережениям необходимо не только «лечить травму», но и отменить подоходный налог на вклады более года.

**Тон регулятора может смягчиться, а «инфляционная травма» подвержена лечению.** 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. И здесь основной новацией является раскрытие на шестой день после решения по ставке резюме ее обсуждения. Эта новация повысит открытость регулятора, улучшит коммуникацию со всеми релевантными заинтересованными сторонами и будет способствовать увеличению точности прогнозов аналитиков. Этим шагом Банк России еще раз показывает свою ориентацию на устойчивое развитие.

**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. Льготные программы также будут «сворачиваться» и этот факт негативен для первичного рынка. 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 несколько снизятся и будут находиться в диапазоне 13%-15%.

### [Контакты для СМИ](#)

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

### **СЕРГЕЙ ГРИШУНИН**

Управляющий директор Рейтинговой службы

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

### [Клиентская служба](#)

Тел. +7 (495) 122-22-55,

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