

☑ Резюме

Решение Банка России на заседании Совета Директоров регулятора 7 июня 2024 года будет определяться, в первую очередь, наблюдающимся ускоренным ростом экономики выше ее потенциала, продолжающимся ростом цен («залипшей» инфляцией), устойчивым потребительским бумом, продолжающейся «мягкой» бюджетной политики, а также не снижающимися инфляционными ожиданиями населения. НРА ожидает, что ускоряющийся рост цен будет признан угрозой финансовой стабильности, и ключевая ставка в базовом сценарии будет увеличена на 100 б.п. до 17%.

☑ Аргументами против повышения ставки могут являться:

1. Продолжающийся тренд к повышению нормы сбережения населения;
2. Наблюдаемое сокращение выдач ипотечных кредитов;
3. Потенциальное сокращение роста потребительского кредитования на фоне недавно принятых макроprudенциальных мер;
4. Наблюдающееся укрепление российского рубля.

Однако, этих аргументов, на наш взгляд, недостаточно, так как проинфляционные факторы доминируют.

НРА предполагает, что вероятность сохранения ставки на текущем уровне равна 40%, против вероятности повышения ставки в 60%.

В пользу высокой вероятности повышения ставки говорят также публичные выступления высших руководителей Банка России. Так, заместитель председателя Банка России Алексей Заботкин в недавнем интервью газете «Аргументы и факты» отметил «Сейчас темпы экономического роста выше обычного, как и спрос на кредиты, а инфляция требует ответа в виде высокой ставки. Результат — низкая инфляция — будет достигнут, но на это требуется время...». Истина заключается в том, что устойчивый рост экономики «купить» ценой высокой инфляции невозможно.

В связи с этим мы ужесточаем свой прогноз по ставке и оцениваем ключевую ставку на конец 2024 года на уровне 15,5%–16%, ближе к верхней границе. После ожидаемого повышения, осенью возможно понижение ключевой ставки до 14,5–15% но только после того, как Банк России действительно убедится, что проинфляционные риски снижаются. Пока такой сценарий видится маловероятным.



Апрель-май 2024 года ознаменовался ускорением роста потребительских цен, что может свидетельствовать о недостаточно жестких денежно-кредитных условиях. Так, в апреле 2024 года (с поправкой на сезонность) прирост цен в годовом выражении составил 5,8% по сравнению с 4,5% в марте. В мае ситуация с инфляцией ухудшилась, НРА ожидает, что прирост цен в годовом выражении может приблизиться к 7%-8%, с учетом сезонности, что практически в два раза больше, чем установленные цели Банка России. Ситуация усугубляется продолжающимся ростом цен в продовольственном сегменте, особенно по плодоовощной продукции, мясу, молочной продукции и хлебобулочным изделиям; усилившимся ростом цен в строительных материалах и автомобилях российской сборки; продолжающимся росте цен на услуги. По нашим прогнозам, прирост цен, без волатильных компонентов, в годовом выражении, по итогам мая, может превысить 6%. Такая ситуация требует усиления жесткости, по крайней мере, до появления устойчивого тренда снижения прироста цен без волатильных компонент ниже 5%.

О недостаточной жесткости денежно-кредитных условий свидетельствует продолжающийся бум потребительского кредитования. Так, несмотря на высокий уровень ключевой ставки, прирост портфеля в потребительском кредитовании остался на уровне марта 2024 года в размере 1,8% месяц к месяцу, а прирост портфеля год к году составил 15,6%. Бум в автокредитовании не уменьшается, рост кредитного портфеля в апреле 2024 года составил рекордные 54,8% год к году. В ипотечном кредитовании продолжающиеся льготные программы и сокращение досрочных выплат ипотеки также привели к росту портфеля ипотечных ссуд в апреле 2024 года на 26,3% год к году. Ужесточение макропруденциальных ограничений имеет лишь ограниченный эффект, так как вклад в кредитование вносят новые клиенты с низкой долговой нагрузкой, особенно этот эффект виден на рынке автокредитования. В таких условиях отмена льготных ипотечных программ помогла бы существенно стабилизировать потребительское кредитование.

Продолжающийся рост потребительских настроений хорошо виден на данных статистики в сфере торговли. Так, объем оптовой торговли за 1 квартал 2024 года вырос на 11,7% год к году. Прирост суммарного оборота розничной торговли, общественного питания и платных услуг населению за этот период составил 9%. Особенно выделяется оборот общественного питания, который вырос на 4,6% в 1 квартале несмотря на высокую базу прошлых лет. Рост потребления питает сложная ситуация на рынке труда, сопровождающаяся увеличением заработных плат. Так, рост реальных денежных доходов по итогам I квартала 2024 года составил +5,9% год к году.



Важным аргументом для продолжения жесткой ДКП в течение значительного времени является продолжающаяся мягкая бюджетная политика, сопровождающаяся существенным увеличением спроса в промышленности (в первую очередь, в обрабатывающих отраслях) за счет бюджетного импульса.

Так, бюджетные расходы в апреле 2024 года составили около 3,8 трлн рублей, в целом за 4 месяца их размер составил около 13,2 трлн рублей (рост практически на 22% год к году). Текущий дефицит ВВП составляет около 2%. Высокая ключевая ставка в таких проинфляционных условиях становится неизбежной, так как, для обеспечения финансовой стабильности, мягкая бюджетная политика должна компенсироваться жесткой ДКП и наоборот. С одной стороны, ожидаемое снижение бюджетного дефицита до 0,9% ВВП в 2024 и 0,4% в 2025 должно способствовать сокращению значимости этого фактора. Однако, с другой стороны, добровольное сокращение Россией добычи нефти, усложнение логистики, ограничения вывоза нефтепродуктов угроза вторичных санкций партнерам России и замедление экономик БРИКС, с большой вероятностью, могут привести к дальнейшему сокращению российского экспорта.

Драйвером поддержания жесткости ДКП продолжает являться 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.

Внешние условия остаются неблагоприятными. Основной проблемой является уже 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.

Возможный «разрыв» выпуска также говорит о необходимости повышения ключевой ставки. Под разрывом выпуска понимается разница между фактическим уровнем ВВП и рассчитанным тем или иным способом потенциальным уровнем ВВП, соответствующим естественному уровню безработицы. Если мы исходим из того, что потенциальный уровень роста ВВП является показателем 2%, то, при ставке в 16%, положительный разрыв выпуска не раскрывается, а инфляционное давление усиливается. Повышение ставки в теории призвано сократить этот разрыв, однако его ценой станет замедление в секторах промышленности, не связанных с военно-промышленным комплексом и стагнации инвестиционной активности



Инфляционные ожидания населения и бизнеса снизились, но понижающего тренда и «заякоренности» пока не наблюдается. Оценки ожидаемой инфляции населения носят разнонаправленный характер. Несмотря на то, что ощущаемая населением инфляция незначительно снизилась до 14% в мае 2024 года по сравнению с 14,4% месяцем ранее, инфляционные ожидания растут. Ожидаемый населением рост цен в последующие 12 месяцев вырос до 11,7% с 11% месяцем ранее, при этом наибольший прирост наблюдается в подгруппе без сбережений. Ценовые ожидания предприятий на следующие 12 месяцев остаются на высоком уровне 19,6% (при этом в розничной торговле эти ожидания стабильно превышают 35% с начала 2024 года). Очевидно, что компании, хоть и в меньшей степени, продолжают закладывать в свои ожидания ослабление рубля, рост логистических расходов и расходов на внешнеэкономическую деятельность и перегрев на рынке труда.

В ближайшие 1,5–2 месяца рыночные ставки по ипотеке с учетом льготных программ будут составлять в среднем 15,5%. Без учета льготных программ ставки будут варьироваться в диапазоне 18%–22%. Это будет сдерживать рост цен на недвижимость на вторичном рынке. Льготные программы также будут «сворачиваться» и этот факт негативен для первичного рынка. В сегменте автокредитования (без учета промо программ) средние ставки будут находиться около 22% по новым автомобилям и достигать до 37% по поддержанным. Рыночная ставка по необеспеченным потребительским кредитам составит в диапазоне 18%–35% для работников по найму. В сегменте кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в 17%–20%. Максимальные процентные ставки по вкладам населения до 90 дней стабилизируются в диапазоне 15%-16%.

КОНТАКТЫ И АВТОРЫ

[Контакты для СМИ](#)

E-mail: pr@ra-national.ru

[Клиентская служба](#)

Тел. +7 (495) 122-22-55,

E-mail: commercial@ra-national.ru

СЕРГЕЙ ГРИШУНИН

Управляющий директор Рейтинговой службы

E-mail: grishunin@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

© 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.