

Решение Банка России на заседании Совета Директоров регулятора 25 октября 2024 года будет определяться в первую очередь наблюдающимся ускоренным ростом экономики выше ее потенциала, дефицитом трудовых ресурсов, продолжающимся кредитным бумом, продолжающимся ростом цен, продлением «мягкой» бюджетной политики, а также ускорившимся ростом инфляционных ожиданий населения. НРА ожидает, что регулятор примет во внимание уже видимый тренд на снижение экономического роста и стабилизацию инфляции вокруг уровней 8%-9%. Однако в базовом сценарии мы считаем, что Банк России может повысить ставку до 21% и сохранить ее до следующего опорного заседания 2025 года.

## Аргументами против повышения ставки могут являться:

1. Размер ставки более высокий, чем средняя доходность на капитал у российских бизнесов;
2. Сокращение темпов роста потребительского кредитования;
3. Умеренный рост экономической активности (включая потребление домохозяйств), препятствующий потребительскому буму;
4. Формирование тренда на снижение избыточного предложения;
5. Сокращение выдач ипотеки после отмены льготных программ;
6. Обеспеченность структурного первичного баланса бюджета на 2025-2027 гг. при базовых доходах;
7. Высокое значение нормы сбережений;
8. Риски «жесткой посадки» экономики из-за чрезмерно жесткой ДКП;
9. Возрастание кредитных рисков бизнеса, особенно в сегменте МСП.

## Аргументами за повышение ставки могут являться:

1. Растущие инфляционные ожидания населения и бизнеса;
2. Значительное повышение утилизационного сбора и тарифов на коммунальные услуги может вызвать новый «всплеск» инфляции;
3. Ползучее ослабление рубля к уровням 100 рублей за доллар и, возможно, выше является проинфляционным фактором;
4. Преобладание проинфляционных факторов на стороне спроса (как волатильных, так и устойчивых компонентов) и предложения;
5. Возобновление инфляционных издержек осенью на фоне резкого повышения транзакционных издержек во внешнеэкономических расчетах;
6. Повышенный риск снижения цен на нефть и другие сырьевые товары в ближайшие 3-6 месяцев;
7. Продолжающийся неблагоприятный геополитический фон;
8. Стабильное ухудшение ситуации на рынке труда;
9. Высокий спрос со стороны государства;
10. Стабильный рост корпоративного кредитования.



На наш взгляд, сейчас доминируют аргументы против повышения ставки. Тем не менее ситуация меняется крайне быстро, и окончательное решение регулятора будет зависеть от поступающих данных.

**НРА предполагает, что вероятность сохранения ставки на текущем уровне равна 20%, против вероятности повышения ставки в 50% до 21% и 30% до 20%.**

**В пользу высокой вероятности сохранения ставки говорят также аналитические материалы Банка России.** Так, в регулярном бюллетене «О чем говорят тренды» от сентября 2024 года говорится о предпосылках для формирования дезинфляционного тренда и переходу предприятий к более умеренным производственным планам. Однако анализ инфляционных взаимосвязей свидетельствует, что целый ряд из них пока не реализован. Годовая инфляция в 2024 году складывается выше прогнозного диапазона (озвученного регулятором в июле 2024 года) в 6,5%-7%. В бюллетене отмечается, что текущая макроэкономическая ситуация требует либо дополнительного повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях, либо более длительного поддержания высокой ставки в предстоящие кварталы, либо комбинации обоих действий.

**Мы оцениваем ключевую ставку на конец 2024 года на уровне 20%-22% ближе к верхней границе и не видим существенных аргументов для снижения ставки до конца года. На 2025 год мы ожидаем среднюю ключевую ставку около 18% (цикл снижения ставки может начаться летом 2025 года), к концу года ставка снизится до уровня 14%-16%, скорее всего, ближе к верхней границе.**

«Пик или не пик – вот в чем вопрос». Мы считаем, что решение регулятора главным образом зависит от оценки прохождения пика инфляции, либо поздней осенью и зимой возможен новый всплеск инфляции и кредитного бума. Часть индикаторов (статистика по росту потребительского кредитования, снижение инвестиционной активности бизнеса, рост заработных плат, динамика найма персонала) указывает на прохождение пика, однако другие индикаторы (ценовые ожидания населения и предприятий) и события во внешней и внутренней среде (сложности с осуществлением платежей, рост цен на автомобили, возможное снижение цен на нефть) указывает либо на продолжение повышательного тренда либо на «залипший характер» инфляции.

**Банк России продолжит использовать весь арсенал средств для сокращения инфляции.** Из ближайших новаций это введение макропруденциальных лимитов в автокредитовании, период охлаждения по некоторым категориям автокредитов, ограничение выдач микрозаймов. Результаты от регуляторных ограничений будут видны в первом квартале 2025 года.



**Ожидаемая инфляция по итогам года (измеряемая ростом ИПЦ) оценивается агентством на уровне 9%.** Рост цен за 2 недели октября составил 0,12%, наблюдается небольшое снижение по сравнению с предыдущими двумя неделями (0,14% и 0,19%). Драматического роста инфляции не наблюдается, но вызывает опасение бурный рост цен по базовым продовольственным товарам (масло и молочная продукция, хлебобулочные изделия и картофель). С другой стороны, рост цен в услугах демонстрирует снижение. С начала года рост цен составил более 6%, таким образом, инфляция существенно превышает целевое значение 4%. Без повышения ставки рост цен может ускориться на фоне девальвации рубля и реализации вторичных эффектов от повышения утилизационного сбора и коммунальных тарифов. По сезонно-сглаженной динамике в пересчете на год (SAAR) пик инфляции скорее пришелся на июль (около 12%) со следующим локальным пиком в сентябре (около 10%), а данные октября дают надежды на снижение темпов роста цен.

**Формируется вялый тренд на «охлаждение» потребительского кредитования.** По данным Банка России, рост потребительского кредитования в августе составил 1,3%, а за восемь месяцев – 1,7 трлн рублей (+12,7%). Годовые темпы роста потребительского кредитования в августе существенно снизились до 16,7% (год к году) против 17,9% в июле и пикового значения июня (18,6%). Это позволяет нам сделать предположение о том, что макропруденциальные меры и жесткая ДКП начали давать свои плоды. После введения повышенного утилизационного сбора и ужесточения макропруденциальных мер, скорее всего, будет сдержано и автокредитование. Однако для снижения потребительского бума необходимо в первую очередь «заякорить» инфляционные ожидания населения.

**Некоторая стабилизация потребительских настроений хорошо видна на данных статистики в сфере торговли.** Так, объем оптовой торговли в августе вырос всего на 0,8% против 6,3% в июле 2024 года. Рост оборота розничной торговли в августе составил 5,1% против 6,2% в июле. Эти цифры говорят о продолжении «охлаждения» потребительского кредитования в 3 и 4 кварталах 2024 года.

**Бум в корпоративном кредитовании не снижается, несмотря на рост ключевой ставки, что ставит вопрос о низкой чувствительности этого вида кредитования к жестким денежно-кредитным условиям.** Так, в августе 2024 года рост выдач корпоративных кредитов в денежном выражении составил 1,9% месяц к месяцу и +21,4% год к году. Здесь тоже возможно прохождение пика роста в июле 2024 года (темп роста составлял 2,3%), однако темпы продолжают быть высокими. Очевидно, что часть заемщиков (особенно тех, кто реализует стратегические проекты) не чувствительна к ставке, но, с другой стороны, это повышает кредитные риски остальных участников рынка, для которых такой рост ставки является крайне чувствительным. Не брать кредиты они не могут, так как им нужно финансировать увеличение оборотного капитала на фоне растущего выпуска.



Поэтому мы считаем, что дальше повышать ключевую ставку нужно с большой осторожностью. В среднесрочной перспективе ставка не должна быть выше, чем средняя доходность на капитал у российских бизнесов.

**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, увеличения 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.

**Инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются на высоком уровне; наблюдается пугающий рост этих ожиданий.** Ощущаемая населением инфляция в октябре вновь перевалила 15% (против снижения до 14,4% в сентябре 2024 года), а инфляционные ожидания растут. Ожидаемый населением рост цен в последующие 12 месяцев подрос в октябре 2024 года до 13,4% с 12,5% месяцем ранее, при этом наибольший прирост наблюдается в подгруппе без сбережений (15%). Ценовые ожидания предприятий на следующие 12 месяцев резко выросли до 23,3% с 21,7% месяцем ранее. Очевидно, что компании все большими темпами продолжают закладывать в свои ожидания рост логистических расходов и расходов на внешнеэкономическую деятельность и перегрев на рынке труда.

**В ближайшие 1,5–2 месяца рыночные ставки по ипотеке без учета льготных программ будут составлять в среднем 21%–24%.** Это будет сдерживать рост цен на недвижимость на вторичном рынке и даже может привести к снижению цен на вторичном рынке. В сегменте автокредитования (без учета промопрограмм) средние ставки будут находиться на уровне около 20%–24% по новым автомобилям и достигать до 40% по подержанным. Рыночная ставка по необеспеченным потребительским кредитам окажется в диапазоне 24%–40% для работников по найму (без оформления договора страхования). В сегменте кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в 22%–25%. Максимальные процентные ставки по вкладам населения до 90 дней стабилизируются в диапазоне 17%–19%, однако по промопрограммам могут достигать до 21%.

### Контакты для СМИ

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

### Клиентская служба

Тел. +7 (495) 122-22-55,

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

### **СЕРГЕЙ ГРИШУНИН**

Управляющий директор Рейтинговой службы НРА

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