

Решение Банка России на заседании Совета Директоров регулятора 20 декабря 2024 года будет определяться, в первую очередь, ускоряющейся инфляцией, растущими геополитическими рисками, возросшим давлением на рубль, наблюдающимся высоким ростом экономики выше ее потенциала, дефицитом трудовых ресурсов, продолжающейся «мягкой» бюджетной политикой, а также повышенными инфляционными ожиданиями населения. Поскольку инфляция находится существенно выше предыдущих прогнозных значений Банка России, регулятор может повысить ставку до 23%–25%, ближе к верхней границе этого диапазона. Дальнейшая траектория ключевой ставки будет понятна после опорного заседания совета директоров Банка России 14 февраля.

Аргументами против повышения ставки могут являться:


1. Ставка уже выше, чем средняя доходность на капитал у российского бизнеса;
2. Выраженное сокращение темпов роста потребительского кредитования и формирование тренда на снижение избыточного спроса населения;
3. Сокращение выдач ипотеки после отмены льготных программ;
4. Высокое значение нормы сбережений и растущие остатки средств населения и предприятий на депозитах (на 01.11.2024 эта сумма приблизилась к 95 трлн. рублей по сравнению с 64 трлн. рублей годом ранее);
5. Риски «жесткой посадки» экономики из-за чрезмерно жесткой ДКП;
6. Возрастание кредитных рисков бизнеса, особенно в сегменте МСП, однако альтернативой снижения ставки здесь является ограничение концентрации кредитования у банков и ужесточение требований к капиталу по кредитам и вложениям в облигации крупных компаний с высокой долговой нагрузкой.

Аргументами за повышение ставки могут являться:

1. Существенное превышение инфляционных прогнозов Банка России, представленных на опорном заседании Совета директоров 25 октября 2024 года (тогда регулятор предположил инфляцию в декабре в 8.0%-8.5% г/г).
2. Растущие инфляционные ожидания населения и бизнеса;
3. Всплеск волатильности рубля по отношению к мировым валютам в конце ноября-начале декабря 2024 года (значение курса рубля к доллару 29 ноября составляло 109.5 рублей за доллар по сравнению с 97.2 рубля за доллар месяцем ранее);
4. Преобладание проинфляционных факторов на стороне спроса (как волатильных, так и устойчивых компонентов) и предложения, в том числе вызванные повышением утилизационного сбора на автомобили с 1 октября 2024 года;

5. Возобновление инфляции издержек в декабре 2024 года на фоне резкого повышения транзакционных издержек во внешнеэкономических расчетах после введения новых санкций против российского финансового сектора;
6. Возможное продолжение роста цен после индексации пенсий и зарплат в бюджетной сфере после 1 января 2025 года;
7. Повышенный риск снижения цен на нефть и другие сырьевые товары в ближайшие 3-6 месяцев;
8. Ухудшающийся геополитический фон;
9. Стабильное ухудшение ситуации на рынке труда;
10. Высокий спрос со стороны государства;
11. 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 10%, против вероятности повышения ставки в 40% до 25%, 30% до 24% и 20% до 22%.**

В пользу высокой вероятности сохранения ставки говорят также аналитические материалы Банка России и заявления высших руководителей регулятора. Так, в регулярных бюллетенях «О чем говорят тренды» отмечается, что текущая макроэкономическая ситуация требует либо дополнительного повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях, либо более длительного поддержания высокой ставки в предстоящие кварталы, либо комбинацией обоих действий, хотя окончательное решение регулятора еще не predetermined. Глава Банка России Эльвира Набиуллина на недавнем форуме «Россия зовет!», объяснила, что регулятору «удалось избежать вхождения России в «инфляционную спираль», но это только полдела, чтобы замедлить рост цен, понадобится посвятить этому весь 2025-й и даже частично 2026 год».

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%–20% (цикл снижения ставки может начаться летом 2025 года), к концу года ставка снизится до уровня 16%–18%, скорее всего ближе к верхней границе.

«Пик или не пик – вот в чем вопрос». Мы считаем, что решение регулятора главным образом зависит от их оценки пройден ли пик инфляции, либо в начале 2025 года возможен новый всплеск инфляции.



Часть индикаторов (статистка 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.

Ожидаемая инфляция по итогам года (измеряемая ростом ИПЦ) оценивается агентством на уровне 9,5%–10%, что сильно выше прогноза Банка России. По данным Росстата, рост цен в ноябре 2024 года составил 1,43% (октябрь 2024: 0.75%), а в годовом исчислении – около 9.0%. Драматический рост инфляции наблюдался с 26 ноября 2024 года по 2 декабря, когда индекс потребительских цен вырос на 0.50% по сравнению 0,36% и 0.37% в предыдущие недели. Очевидно, что рост волатильности российского рубля к доллару в ноябре не прошел даром. Повышение цен за эту неделю было практически фронтальным; росли цены на продукты питания (помидоры и огурцы в лидерах роста), а также потребительские товары (в лидерах роста цен – бытовая техника). С начала 2024 года наиболее существенно подорожали молочные и мясные продукты, плодоовощная продукция, а также строительные материалы. Без повышения ставки рост цен может ускориться на фоне девальвации рубля и реализации вторичных эффектов от повышения пенсий, зарплат бюджетников, утилизационного сбора и коммунальных тарифов. Существенную лепту в инфляцию внесет и индексация тарифов на железнодорожные перевозки с 1 декабря 2024 года. Октябрьские надежды на остановку роста цен практически полностью растаяли. Мы считаем, что локальный пик инфляции как раз был виден в ноябре 2024 года (сезонно-сглаженная инфляция за этот период составила около 13% в годовом исчислении), но новые рекорды могут произойти в декабре 2024 года. Так, на первой неделе декабря рост цен уже составил 0.48%, а сезонное подорожание продуктов питания может привести к дальнейшему недельному росту инфляции с темпами 0.5%-0.7%.

Формируется тренд на «охлаждение» потребительского кредитования. По данным Банка России, портфель необеспеченных потребительских кредитов в октябре 2024 года сократился на 0,3% после роста на 0,7% в сентябре и составил 15.4 трлн. рублей. Похожий тренд мы ожидаем по итогам ноября (по предварительным оценкам объем предоставленных кредитов в ноябре может упасть на 20%-25%, а размер портфеля стагнирует). Основными причинами стали повышение ставок вслед за ростом ключевой ставки и ужесточение макропруденциальной политики. Годовые темпы прироста необеспеченного потребительского кредитования в октябре 2024 года существенно снизились до 14.1% (год к году) против 15,7% в сентябре и 15.9% годом ранее. Повышение утилизационного сбора сделало свое дело – автокредитование в октябре 2024 года замедлилось до 1.9% с 5.2% в сентябре 2024 года.



Наконец, рост ипотечного кредитования замедлился до 0.7% в октябре 2024 года в сравнении с 0.9% в августе и сентябре 2024 года, а объем выдач в ноябре 2024 года сократился на 25%-27%. Это позволяет нам сделать предположение о том, что макропруденциальные меры и жесткая ДКП начали давать свои плоды. Однако, для снижения потребительского бума необходимо в первую очередь «заякорить» инфляционные ожидания населения.

Бум в корпоративном кредитовании замедляется, значит трансмиссионный механизм действительно эффективен. По данным Банка России, в ноябре 2024 года корпоративное кредитование значительно замедлилось: за месяц портфель вырос всего на 0,8 после 2,3% в октябре (годовой прирост замедлился до 20,3 с 21,8%). Мы согласны с анализом Банка России, что этому способствовали как жесткие денежно кредитные условия, так и ужесточение банковского регулирования. Такая картина являет разительный контраст с данными октября 2024 года – когда корпоративный кредитный портфель прибавил 1,9 трлн. рублей (прирост 2.3% по сравнению с 2% в сентябре 2024 года. Тем не менее, мы отмечаем высокую вероятность роста корпоративных банкротств и полагаем, что 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 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.

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. Недавнее расширение санкций против финансового сектора вызвало существенную волатильность курса национальной валюты, что является важнейшим проинфляционным фактором.



Инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются на неизменно высоком уровне, перелома пока не видно. Ощущаемая населением инфляции в ноябре продолжила оставаться выше 15% (октябрь 2024 – 15.3%), не скорректировались также и инфляционные ожидания. Ценовые ожидания предприятий на следующие 12 месяцев резко выросли до 26% с 23,4% месяцем ранее. Очевидно, что компании все большими темпами продолжают закладывать в свои ожидания рост стоимости затрат на обслуживание кредитов, логистических расходов и расходов на внешнеэкономическую деятельность, а также перегрев на рынке труда. Однако у розничных продавцов ценовые ожидания незначительно снизились до 45% с 45.5% месяцем раньше. Очевидно, что существенное снижения ставки Банк России будет осуществлять только после выраженного тренда сокращения инфляционных ожиданий.

В ближайшие 1,5–2 месяца рыночные ставки по ипотеке без учета льготных программ будут составлять в среднем 32%-35%. Это будет существенно сдерживать рост цен на недвижимость как на первичном, так и на вторичном рынке, однако высокие затраты участников рынка вряд ли позволят понизить цены. В сегменте автокредитования (без учета промо программ) средние ставки будут находиться около 29%-34% по новым автомобилям (без субсидий производителей) и достигать до 40%-50% по подержанным. Рыночная ставка по необеспеченным потребительским кредитам составит в диапазоне 30%–40% для работников по найму (без оформления договора страхования). В сегменте кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в 27%–29%. Максимальные процентные ставки по вкладам населения до 90 дней стабилизируются в диапазоне 23%–25%, однако по промо-программам могут достигать до 27%.

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 НРА

E-mail: 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

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.