

Резюме

Решение Банка России на заседании Совета Директоров регулятора 21 марта 2025 года будет определяться, в первую очередь, результатами продолжительного следования жесткой денежно-кредитной политике, высокими бюджетными расходами в начале года и сложившимся балансом между проинфляционными и дезинфляционными факторами, имеющимися в российской экономике в начале 2025 года. На наш взгляд, ключевыми драйверами инфляции продолжают оставаться (1) высокий спрос на фоне ограниченного предложения; (2) расширение денежной массы из-за продолжающегося увеличения кредита и высоких бюджетных расходов; (3) санкционное давление, вызывающее рост транзакционных издержек в экспортно-импортных операциях. К дезинфляционным факторам можно отнести формирующийся тренд по сдерживанию кредитования в потребительском секторе, а вот в корпоративном кредитовании пока такой тренд не сформировался. Инфляционные ожидания граждан и бизнеса продолжают оставаться стабильно высокими. НРА ожидает, что после «смягчения» денежно-кредитных условий в конце 2024 года Банк России сохранит ставку и на этом заседании на уровне 21% для закрепления складывающихся трендов и дальнейшего анализа ситуации. Поскольку прогнозируемая инфляция на 2025 год пока находится стабильно выше 10%, потенциал снижения ключевой ставки пока низок. Мы ожидаем, что Банк России может перейти к снижению ключевой ставки до диапазона 18%-20% ближе к концу 2025 года.

Аргументами за небольшое снижение ставки могут являться:

1. Ставка уже выше, чем средняя доходность на капитал у среднего и малого бизнеса. Возрастание кредитных рисков бизнеса в этих сегментах.
2. Наблюдающееся небольшое снижение устойчивого инфляционного давления относительно конца 2024 года.
3. Формирование трендов по сокращению потребительского кредитования.
4. Сокращение выдач ипотеки и после отмены льготных программ.
5. Высокое значение нормы сбережений.
6. Наблюдающееся укрепление рубля до 85-90 единиц российской валюты за доллар США.



Аргументами за продолжение жестких денежно-кредитных условий могут являться:

7. Незаякоренные инфляционные ожидания населения и бизнеса.
8. Проинфляционное влияние ускоренного финансирования расходов федерального бюджета за счет авансовых перечислений средств получателям.
9. Ожидаемое снижение оптимизма на валютном рынке на фоне ожиданий снижения цен на сырьевые товары. Высоковероятно возвращение курса рубля к доллару в диапазон 100-110 рублей за доллар.
10. Продолжающийся дефицит на рынке труда.
11. Новые санкционные ограничения в конце года негативно повлияли на стоимость логистики и проведения трансграничных платежей. Геополитические риски продолжают находиться на высоком уровне.
12. Прибыли компаний находятся на высоком уровне, а доля проблемных кредитов по всем видам кредитования выросла незначительно, что может говорить о возможном поддержании жестких денежно-кредитных условий в течение длительного времени.
13. Экономика демонстрировала уверенные темпы роста в начале 2025 года, что также говорит о растущем потребительском и государственном спросе.
14. Денежный агрегат M2 увеличивается на 21% в год, что провоцирует рост цен.

На наш взгляд, сейчас доминируют аргументы против снижения ставки и за сохранение ее на текущем уровне до конца лета. 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 80%, против вероятности повышения ставки в 5% до 22% и вероятности понижения ставки в 15% до 20%.

В пользу высокой вероятности сохранения ставки говорят также аналитические материалы Банка России. Так, в регулярном бюллетене «О чем говорят тренды» от марта 2025 года говорится о необходимости поддержания жестких денежно-кредитных условий в течение продолжительного времени. Также отмечается необходимость нормализации бюджетной политики с возвратом к параметрам бюджетного правила в этом году для замедления инфляции. Банк России отмечает (1) признаки замедления темпов роста цен; (2) продолжение роста российской экономики и устойчивый спрос; (3) рост оптимизма на российских финансовых рынках.



Мы оцениваем ключевую ставку на конец 2025 года на уровне 18%-20% ближе к середине диапазона и не видим существенных аргументов для снижения ставки до августа-сентября 2025 года. На 2026 год мы ожидаем среднюю ключевую ставку около 15%, а в 2027 году ставка снизится до уровня 12%-14%, скорее всего, ближе к верхней границе. Мы также считаем, что, исходя из номинального значения нейтральной ставки около 8,5% и целей по инфляции в 4%, к 2027 году ключевая ставка вряд ли пойдет ниже значения реального уровня нейтральной ставки в 12%.

«Когда же пик инфляции – вот в чем вопрос». Мы считаем, что решение регулятора главным образом зависит от оценки сроков прохождения пика инфляции. Часть индикаторов свидетельствует об эффективности работы денежно-кредитной политики, однако ее влияние на скорость снижения инфляции сильно ограничено мягкой бюджетной политикой и другими каналами, способствующими росту денежной массы M2. Мы предполагаем, что пик инфляции придется на апрель-май 2025 года, после чего возможна дефляция.


Ожидаемая инфляция по итогам 2025 года (измеряемая ростом ИПЦ) оценивается агентством на уровне около 7,5%-8,5% при предположении о возвращении темпов роста цен к «средним» историческим значениям. По данным Росстата, в феврале 2025 года по сравнению с январем 2025 года индекс потребительских цен составил 100,81%, а по сравнению с декабрем 2024 года – 102,05%. Если предположить, что трансмиссионный механизм будет эффективно работать, бюджетные параметры после рекордных расходов начала года вернуться к бюджетному правилу, а урожай будет хороший, то вероятность достижения уровня 7,5%-8,5% по ИПЦ выглядит реалистичной. Возможен возврат к средним годовым значениям инфляции за последние 5 лет уже в марте, если действительно всплеск инфляции в начале 2025 года был отражением разовых факторов конца 2024-начала 2025 года.



Продовольственная инфляция остается высокой. Обращает на себя внимание высокая продовольственная инфляция, которая с начала года составила уже 2,6%. Особенно велики темпы роста цен по плодоовощной продукции (5,1% с начала года). В феврале 2025 года картофель оставался инфляционным рекордсменом, прибавив 7%, за ним следуют капуста, помидоры (почти 5%), огурцы (3%) и фрукты (около 3%). Это ниже, чем в январе 2025 года, но ценовое давление в плодоовощной продукции может существенно помешать снижению инфляции. Продолжился также тренд роста цен на молочную продукцию (молоко, сметану, йогурт и творог), здесь рост цен по-прежнему около 2%. Столько же прибавил в стоимости и алкоголь.

В непродовольственных товарах и услугах темпы роста цен умеренные. Повышение курса рубля к доллару благотворно сказалось на ценах бытовой техники и одежды (здесь зафиксировано снижение цен), в то время как инфляционное давление продолжается в лекарствах. Также мы видим рост цен на туристические услуги, что объясняется как выплаченными премиями в конце года, так и сезонным подорожанием популярных зарубежных направлений.

Продолжает формироваться тренд на «охлаждение» потребительского кредитования. По данным Банка России за январь 2025 года, портфель потребительских кредитов в этом месяце несколько сократился приблизительно на 0,2% с учетом сезонности и 0,3% без учета сезонности к декабрю 2024 года. В результате прирост портфеля этого вида кредитов составил приблизительно 10% по сравнению с 16% годом раньше. Рост утилизационного сбора и снижение спроса на автомобили продолжили оказывать давление на автокредитование. Так, портфель в январе 2025 года снизился на 0,3%. По оперативным данным, снижение кредитования продолжилось и в феврале 2025 года. В ипотеке, по нашим оценкам, кредитный портфель в феврале-марте 2025 года будет стагнировать, но существенных снижений здесь не ожидается.

 **Тренды снижения корпоративного кредитования пока неочевидны.** Корпоративный портфель в январе 2025 года несколько сократился на 1,2% по сравнению с декабрем, но это сокращение вызвано высокими бюджетными расходами. При ожидаемом сокращении авансирования портфель вновь продолжит расти.

Рост денежной массы в национальном определении (M2) замедлился, но остается существенным. Рост M2 за последние 3 года составлял около 21% в год и вызван в первую очередь бюджетными расходами. Для того чтобы инфляция начала снижаться, рост M2 должен быть замедлен. Пока бюджетные расходы в январе-феврале 2025 года выросли на 27%, а текущий дефицит составляет не менее 2,5 трлн рублей, что существенно для стимулирования роста цен. Поэтому сейчас говорить о скором снижении ключевой ставки не приходится. В феврале 2025 года M2 еще вырос на 1,2%, но тренд к снижению этого показателя может сформироваться ближе к маю 2025 года.

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.

Инфляционные ожидания населения и бизнеса немного снизились, но остаются на высоком уровне. Ощущаемая населением инфляция в феврале 2025 года продолжает находиться на уровне выше 16%, но инфляционные ожидания незначительно снизились. Ожидаемый населением рост цен в последующие 12 месяцев в январе 2025 года составлял 13,7% (январь – 14%), а в подгруппе без сбережений – 15,2% (январь – 15,4%). Ценовые ожидания предприятий на следующие 12 месяцев снизились до 23% после 28% в начале года, а в рознице – до 43% с 46%. Очевидно, что укрепление рубля и надежда на снижение геополитических рисков положительно влияют на ценовые ожидания экономических субъектов.



В ближайшие 1,5–2 месяца рыночные ставки по ипотеке без учета льготных программ несколько снизятся в районе 26%-28%. Это может оживить рынок вторичной недвижимости, но на рынке первичной недвижимости стагнация продолжится. В сегменте автокредитования (без учета промопрограмм) средние ставки будут находиться на уровне около 27%-30% по новым автомобилям, но доходить до 35-38% по поддержанным. Рыночная ставка по необеспеченным потребительским кредитам окажется в диапазоне 22%–40% для работников по найму (без оформления договора страхования), при этом средний размер ставки составляет около 30%. В сегменте кредитования (без учета мер поддержки) нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в 24%–30%. Максимальные процентные ставки по вкладам населения до 90 дней стабилизируются в диапазоне 18%–20% и даже могут начать снижаться до 17%-19%.

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**



115191, г. Москва, Гамсоновский пер., д.2, стр.7

тел./факс: +7 (495) 122-22-55

www.ra-national.ru

Ограничение ответственности Агентства

© 2025

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.