



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

437

27 июля 2022 г.

Все мнения, высказанные в данном обозрении, отражают точку зрения авторов и могут не совпадать с официальной позицией НИУ ВШЭ

## Инфляция и монетарная политика

### Масштабное смягчение ключевой ставки

Рекордный взлет сменился беспрецедентным снижением – именно так можно коротко охарактеризовать динамику цен в первом полугодии 2022 г. После весеннего шока впервые в отечественной экономической истории в июне была зафиксирована дефляция. Впрочем, раскручивания спирали вниз, как оказалось, можно не опасаться: главной причиной, обуславливающей формальное снижение цен, и по настоящий момент является значительное удешевление плодоовощной продукции – как отечественного, так и импортного производства – на фоне благоприятных погодных условий. Поддерживающим эту тенденцию фактором стала нормализация в товарных категориях, где наблюдался значительный взлет расценок в марте: охлаждение потребительского спроса в сочетании с укреплением рубля на 57% относительно весенних максимумов заставляет ритейлеров переписывать ценники в обратную сторону. На фоне этого инфляционные ожидания снизились до уровней начала пандемии в 2020 г., а потребительские настроения выросли до наивысшего уровня за последние пять лет. В данных условиях Совет директоров Банка России на заседании 22 июля принял решение снизить ключевую ставку на 150 базисных пунктов, до 8% годовых, с умеренным сигналом об оценке целесообразности дальнейшего снижения во второй половине года. Особое внимание регулятора при этом будет направлено на динамику потребительского спроса в сравнении с возможностями расширения выпуска. По расчетам Института «Центр развития» НИУ ВШЭ, инфляция на конец декабря составит 14,8%, что ближе к верхней границе прогнозного диапазона ЦБ РФ в 12–15%, а в наиболее вероятном, по нашему мнению, сценарии ключевая ставка будет снижена до 7% к концу года. Это предполагает продолжение дефляционного давления со стороны продовольственного сегмента потребительской корзины, по крайней мере на горизонте третьего квартала, медленный разворот тенденций в непродовольственных товарах с августа, а также постепенное замедление динамики цен в услугах после окончания периода отпусков.

## Инфляция

После рекордного за последние 20 лет месячного прироста цен в марте 2022 г. их динамика к завершению второго квартала замедлилась абсолютно беспрецедентно: в июне, впервые в истории современной России, была зафиксирована дефляция – индекс потребительских цен (ИПЦ) снизился на 0,35% относительно майских значений (с учетом сезонных

корректировок – на 0,1%, табл. 1). Впрочем, обусловившей этот факт причиной стало сильное падение цен на ограниченный набор товаров в потребительской корзине (главным образом на плодоовощную продукцию), в то время как динамика базового ИПЦ<sup>1</sup> осталась положительной с приростом в 0,2% (0,32% с учетом сезонности). Тем не менее фактическое снижение цен позволило инфляции<sup>2</sup> замедлиться до 15,9%<sup>3</sup>, существенно отойдя от апрельского максимума в 17,8%. Прирост базовых компонент ИПЦ за 12 месяцев также немного уменьшился и составил 19,5%; стоимость корзины товаров и услуг повседневного спроса<sup>4</sup> за год выросла на 14,3%.

**Таблица 1. Динамика ИПЦ, базового ИПЦ, корзины товаров и услуг повседневного спроса, в %**

	2021							2022						
	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл*
<i>% к предыдущему месяцу</i>														
Все товары и услуги	0,7	0,3	0,2	0,6	1,1	1,0	0,8	1,0	1,2	7,6	1,6	0,1	-0,3	-0,3
продовольственные товары	0,6	-0,5	-0,5	1,0	2,2	1,3	1,4	1,4	1,6	6,7	2,9	0,6	-1,1	-2,8
непродовольственные товары	0,7	0,8	0,8	0,6	0,8	0,7	0,6	0,7	0,8	11,2	0,5	-0,1	-0,4	-0,5
платные услуги	0,8	0,9	0,3	0,0	0,0	0,8	0,3	0,8	1,1	4,0	1,1	-0,3	0,9	4,8
<i>для инфляции в 4%**</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,4</i>
<i>% к предыдущему месяцу, с корректировкой на сезонность***</i>														
Все товары и услуги	0,9	0,5	0,6	1,0	1,0	0,8	0,6	0,7	0,9	7,5	1,5	0,1	-0,1	-0,3
продовольственные товары	1,3	0,3	0,7	1,7	1,7	0,9	0,8	1,0	1,1	6,2	2,3	0,5	-0,3	-2,1
непродовольственные товары	0,8	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7	11,1	0,5	0,0	-0,2	-0,4
платные услуги	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	1,2	0,1	0,8	0,8	4,0	1,2	-0,4	0,4	4,1
<i>для инфляции в 4%*</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>
<i>% к соответствующему месяцу предыдущего года</i>														
Все товары и услуги	6,5	6,5	6,7	7,4	8,1	8,4	8,4	8,7	9,1	16,7	17,8	17,1	15,9	15,2
продовольственные товары	7,9	7,4	7,7	9,2	10,9	10,8	10,6	11,1	11,5	18,0	20,5	20,1	18,0	15,3
непродовольственные товары	7,0	7,6	8,0	8,1	8,2	8,3	8,6	8,7	9,0	20,3	20,2	19,2	17,9	16,5
платные услуги	3,9	3,8	3,8	4,2	4,4	5,2	5,0	5,4	6,1	9,9	10,9	10,0	10,2	14,5
<i>цель по инфляции</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>
Базовый ИПЦ (ЦР ВШЭ), м/м, сез. скорр.	0,9	0,6	0,7	0,8	0,8	1,1	0,7	0,8	1,0	9,0	2,0	0,4	0,3	н/д
Базовый ИПЦ (ЦР ВШЭ), г/г	6,7	6,9	7,2	7,7	8,1	8,8	9,0	9,3	9,8	18,9	20,6	20,1	19,5	н/д
Товары повседневного спроса (ЦР ВШЭ), г/г	6,6	6,3	6,6	7,6	8,9	9,0	9,1	9,5	9,7	14,5	16,1	15,7	14,3	н/д

\* Данные за июль 2022 г. – оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе недельных данных Росстата.

\*\* Расчетные значения; соответствуют помесечной динамике цен на все товары и услуги, необходимой для достижения цели по инфляции в 4% по итогам года.

\*\*\* Значения сезонно скорректированных показателей за прошедшие периоды могут незначительно отличаться от опубликованных ранее в связи с уточнением параметров сезонной волны.

Источник: CEIC Data (Росстат), расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

<sup>1</sup> Исключает из расчета цены на товары и услуги, сильно зависящие от погодного, сезонного и административного факторов (методология Института «Центр развития» НИУ ВШЭ).

<sup>2</sup> Прирост ИПЦ за 12 месяцев.

<sup>3</sup> Согласно оперативным данным Росстата к 15 июля показатель снизился до 15,45%.

<sup>4</sup> Включает в себя продовольственные товары (за исключением алкогольных напитков и общественного питания), моющие и чистящие средства, бензин, медикаменты, бытовые услуги, транспорт, связь и ЖКХ (методология Института «Центр развития» НИУ ВШЭ).

В региональном разрезе (рис. 1) по итогам июня 2022 г. в 53 субъектах РФ инфляция превысила страновое значение (15,9%); наиболее высокий темп прироста цен за 12 месяцев был отмечен в Республике Ингушетия (20,9%). Ниже, чем в целом по России, инфляция оказалась в 29 регионах; абсолютный минимум был зафиксирован в Чукотском автономном округе – 2,1% (рис. 2).

**Рис. 1. Регионы РФ с наиболее высокой инфляцией, в % годовых**



Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Рис. 2. Регионы РФ с наиболее низкой инфляцией, в % годовых**



Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

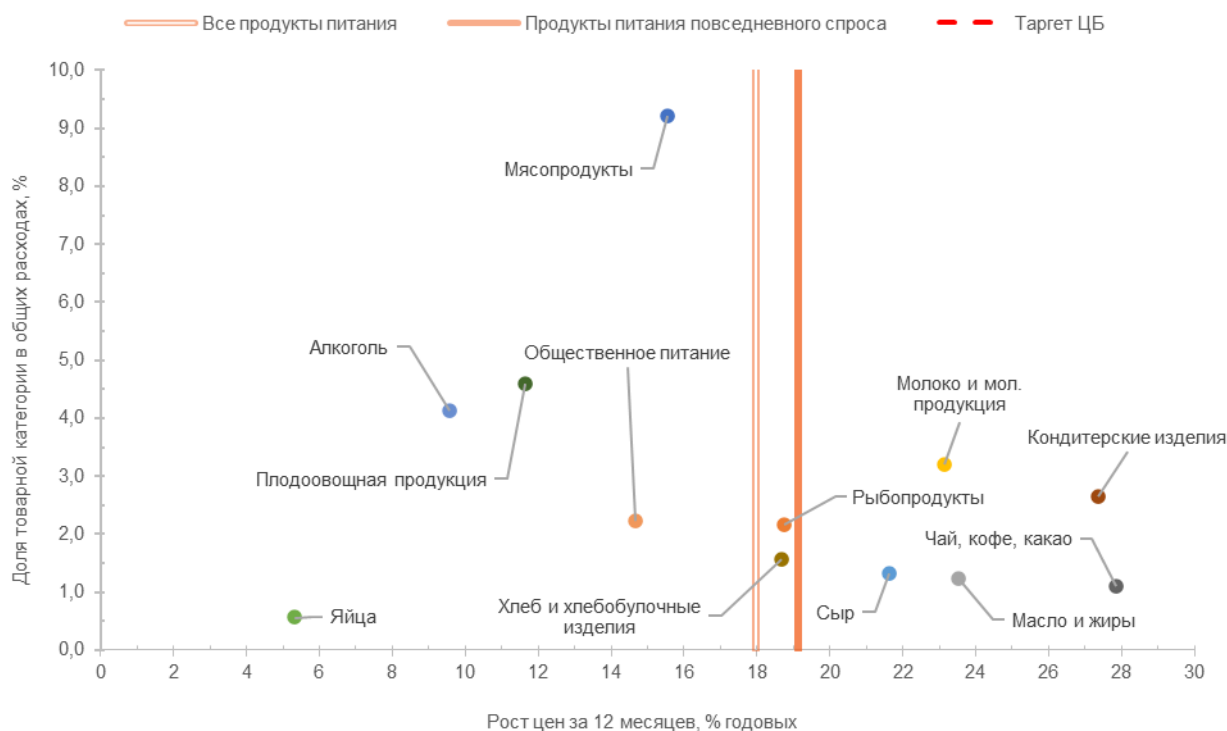
Динамика стоимости продовольственной составляющей потребительской корзины стала основным фактором, обеспечившим формальную дефляцию в июне: цены на продукты питания за этот месяц снизились в целом на 0,35%<sup>5</sup>. Наибольший вклад внесло существенное удешевление плодоовощной продукции, составившее 7,8%. Причиной этого стало раннее поступление нового урожая местного производства, а также увеличение импортных поставок из стран ближнего зарубежья на фоне благоприятных погодных условий. Кроме того, влияние оказало произошедшее укрепление рубля – на 60% за второй квартал, а также резкий взлет цен в конце февраля – начале марта; на настоящий момент в категории плодов и овощей они практически полностью вернулись на исходный уровень. Другим продуктом, где наблюдались похожие тенденции, стал сахар: после роста цен на 41,7% на фоне ажиотажного спроса в конце первого квартала, на протяжении следующего наблюдался их откат, хотя и в менее выраженных по сравнению с овощами и фруктами масштабах: по итогам апреля, мая и июня продукт дешевел на 0,6, 2,2 и 4,4% соответственно. В других продуктовых категориях темпы роста цен остались в положительной зоне, однако характеризовались значительным замедлением, что нашло отражение, в том числе, и в динамике базовой компоненты<sup>6</sup>, снизившейся в июне до 0,45% по сравнению с 1,25% в мае. Единственным исключением стали яйца, падение цен на которые приостановилось, в связи с чем они подорожали на 3,5%. При этом за последние 12 месяцев их стоимость прибавила лишь 5,3%, в то время как на большинство остальных продуктов питания рост превышает 10% (рис. 3). В целом продуктовая корзина за год

<sup>5</sup> Здесь и далее значения приведены с исключением сезонного фактора, кроме показателей к соответствующему периоду прошлого года.

<sup>6</sup> Исключает наиболее волатильные (плодоовощная продукция, яйца и др.) и административно регулируемые (алкогольные напитки) составляющие продовольственной корзины.

подорожала на 18%, ее базовая часть – на 20,2%, а продовольственные товары повседневного спроса – на 19,1%.

Рис. 3. Рост цен на продукты питания за 12 месяцев



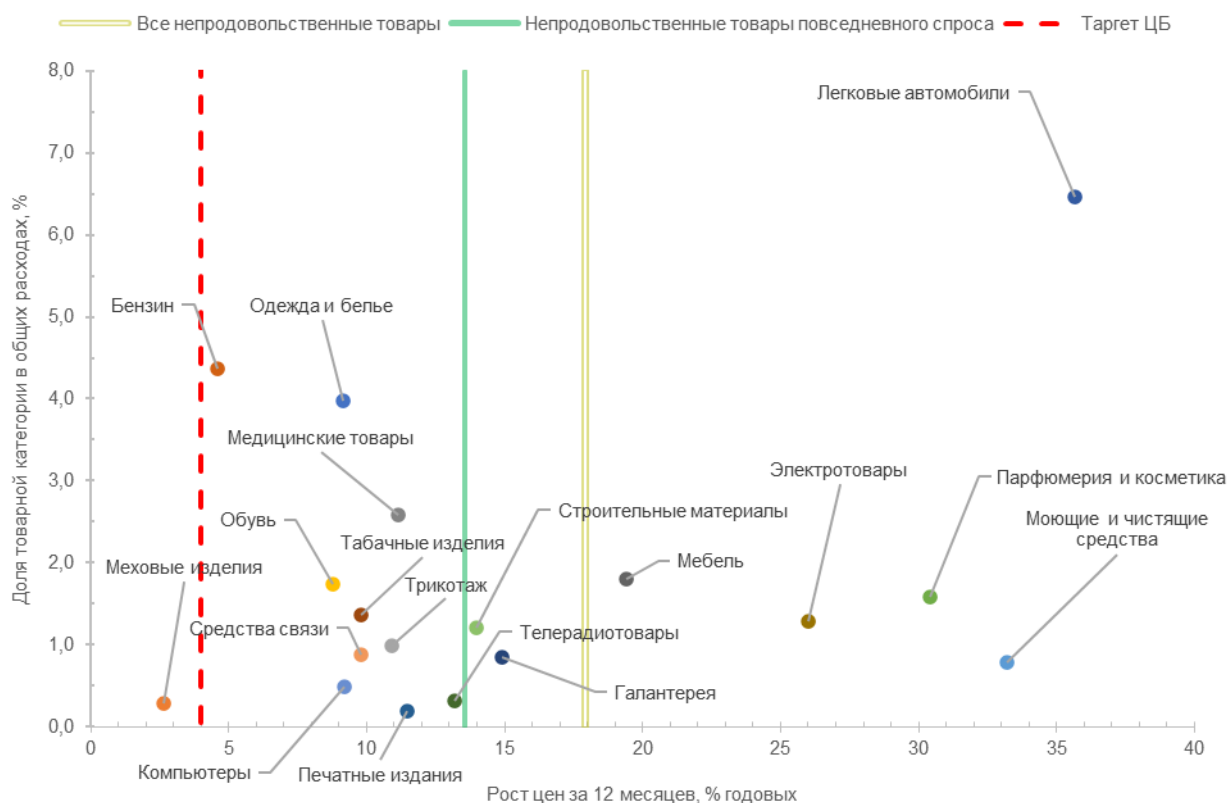
Источник: CEIC Data (Росстат), расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Снижение цен на непродовольственные товары по итогам июня 2022 г. проявилось более выразительно: -0,23% по сравнению с -0,03% в мае. Это стало вторым по значимости фактором, обеспечившим наблюдавшуюся дефляцию. Замедление динамики также оказалось фронтальным, и лишь стоимость табачных изделий сохранила относительно стабильные темпы прироста в 0,5%. Базовая компонента<sup>7</sup> непродовольственных цен за июнь снизилась на 0,3% при нулевой динамике в предыдущем месяце. Подобные тенденции стали отражением значительного охлаждения потребительского спроса в данном сегменте и общего перехода домохозяйств к бережливой модели поведения, а также укрепления рубля на 57% во втором квартале, что в совокупности вынудило ритейлеров снижать цены на реализуемую продукцию. Тем не менее полного возврата цен к докризисным уровням ни в одной из категорий внутри товарной группы на данный момент не наблюдается. За последние 12 месяцев стоимость корзины непродовольственных товаров прибавила 17,9% (рис. 5), ее базовая часть стала дороже на 21,75%, а товары повседневного спроса из данной группы<sup>8</sup> увеличились в цене на 13,6%.

<sup>7</sup> Исключающая из расчета административно регулируемые цены на моторное топливо, табачные изделия и лекарства из списка ЖНЛВП, а также характеризующиеся высокой сезонностью цены на зимнюю одежду и обувь.

<sup>8</sup> Топливо, медикаменты, моющие, чистящие и гигиенические средства.

Рис. 4. Рост цен на непродовольственные товары за 12 месяцев

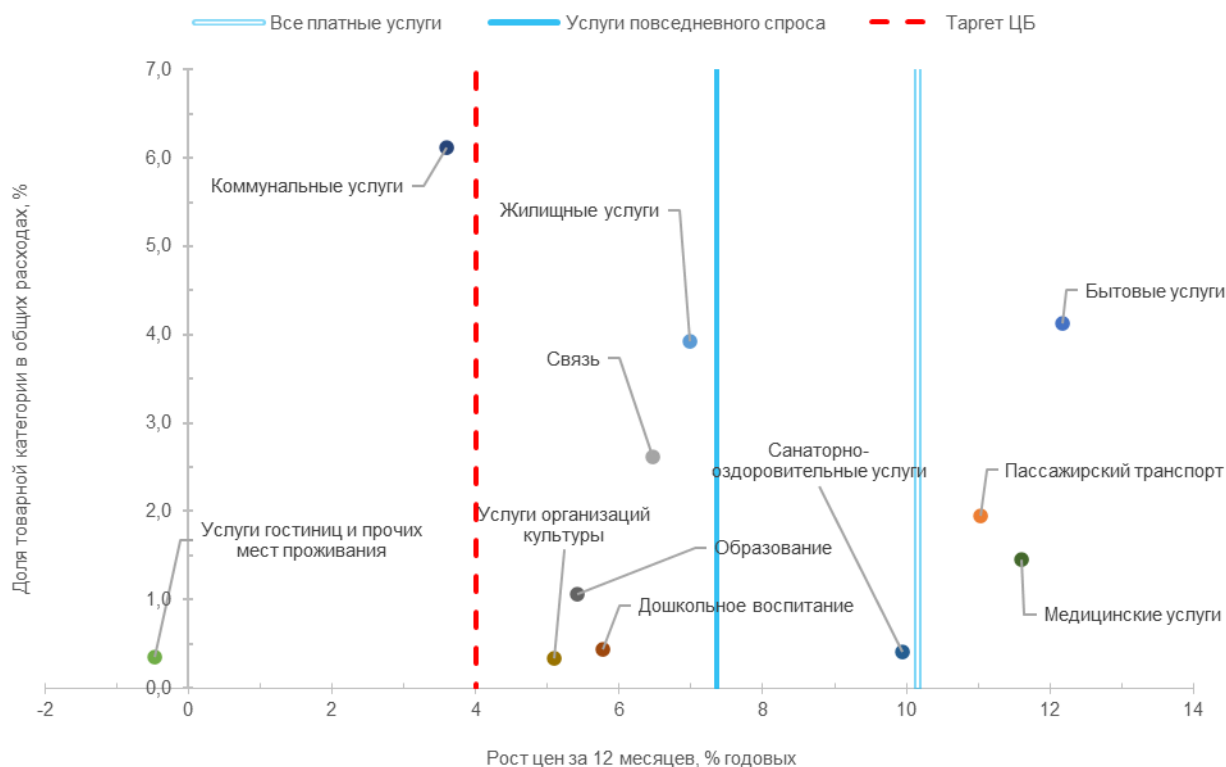


Источник: CEIC Data (Росстат), расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Динамика стоимости платных услуг в июне 2022 г. стала единственным противовесом дефляционным тенденциям: расценки на них увеличились на 0,42%, однако и это стало лишь компенсацией снижения на 0,41% месяцем ранее. На фоне летнего периода отпусков повышенными темпами (даже с корректировкой на сезонность) росли цены на санаторно-курортные услуги (+1,9%), пассажирский транспорт (+1%) и гостиницы (+0,9%), в то время как по остальным категориям наблюдалась более умеренная, но тоже положительная динамика. Частично эти тенденции объясняются переориентацией потребительского спроса с сильно подорожавших непродовольственных товаров, а также укреплением рубля, сделавшим туристические услуги чуть привлекательнее. С исключением услуг, стоимость которых регулируется административно, базовая компонента выросла на 0,77% по сравнению со снижением на 0,64% в предыдущем месяце, что также косвенно подтверждает активизацию спроса. По отношению к аналогичному периоду за 12 месяцев рост расценок в сегменте в целом составил 10,2% (рис. 5), их нерегулируемая компонента прибавила 13,6%, а услуги повседневного спроса<sup>9</sup> за год подорожали на 7,4%. Примечательно, что стоимость гостиниц и прочих мест проживания за этот период стала дешевле на 0,5%.

<sup>9</sup> Включают в себя связь, транспорт, бытовые и жилищно-коммунальные услуги (кроме гостиниц).

Рис. 5. Рост цен на платные услуги за 12 месяцев



Источник: CEIC Data (Росстат), расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

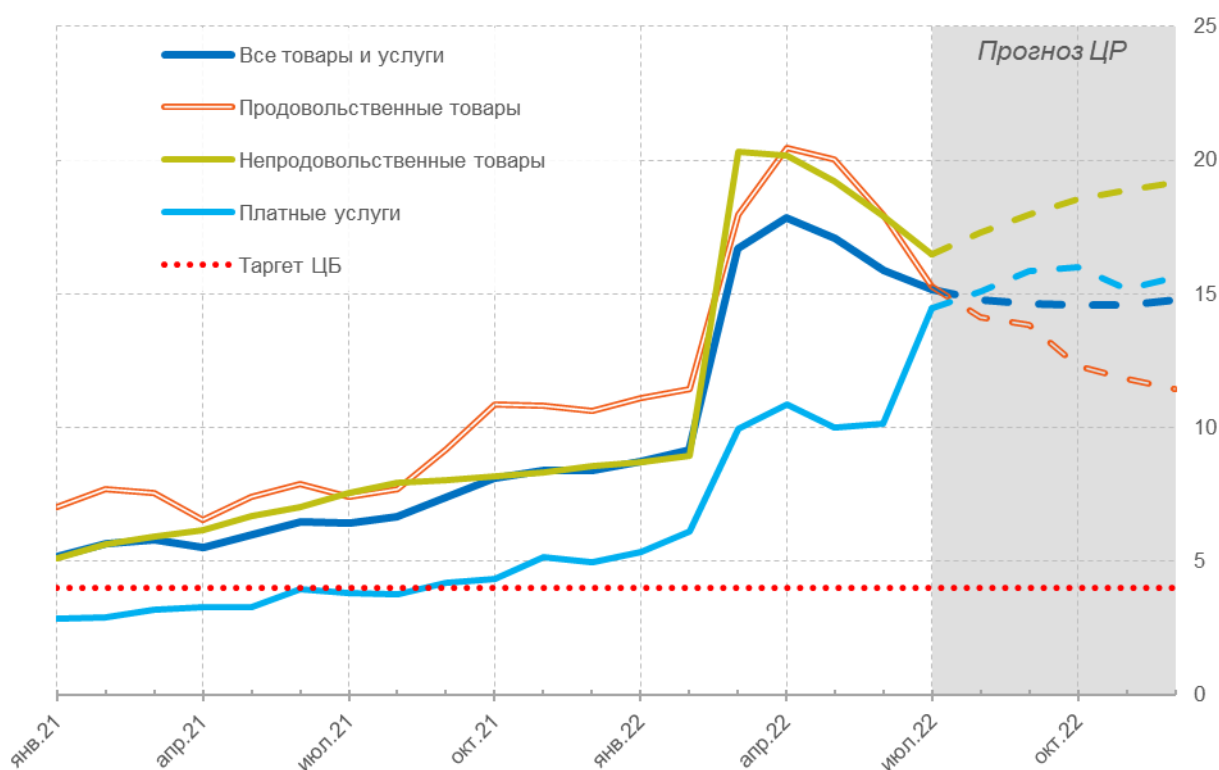
По нашему мнению, описанные факторы продолжают оказывать влияние на динамику инфляции на протяжении третьего квартала. Из оперативных публикаций ценовой статистики Росстата в первые две недели июля можно увидеть, что дефляционные тенденции даже в плодоовощной продукции остаются актуальными, несмотря на уже произошедшее удешевление, в то время как значительный запас для движения цен вниз по-прежнему наблюдается для продовольственных товаров длительного пользования – макаронных и крупяных изделий, сахара, растительного масла. В связи с этим сегмент продуктов питания продолжит оставаться главным понижающим драйвером как для показателя годовой инфляции, так и для помесечной динамики цен. В четвертом квартале эффекты удачного урожая и коррекции цен начнут постепенно ослабевать, однако причин для резкого их взлета на данный момент не наблюдается. По итогам года мы прогнозируем снижение продовольственной инфляции до 11,4% (рис. 6).

В сегменте непродовольственных товаров в июле также ожидается продолжение дефляционных тенденций из-за слабого спроса, однако с августа ситуация начнет меняться. Причиной этого будет являться активизация потребительской активности за счет подготовки детей к школе, а также восстановление потребительского кредитования в июне-июле на фоне снижения ключевой ставки ниже докризисного уровня. Данные факторы, а также обратная переориентация спроса с сегмента услуг после завершения туристического сезона в сочетании с проинфляционным эффектом перестройки производственных и логистических цепочек на стороне предложения, по нашим прогнозам, приведут к ускорению помесечной динамики, в результате чего по итогам года рост цен на непродовольственные товары составит 19,2%.

Платные услуги, по нашим предположениям, продолжают играть компенсирующую роль в общей динамике цен. Повышенный спрос на туристические поездки в период отпусков и соответствующее увеличение расценок на размещение и транспорт сгладят давление на цены вниз со стороны товарных групп в третьем квартале года, после чего на фоне обратной переориентации спроса в сегменте непродовольственных товаров произойдет замедление динамики. Разовым фактором, повлиявшим на стоимость услуг в июле, стала индексация тарифов ЖКХ. По состоянию на конец года наш прогноз по росту цен на услуги составляет 15,6%.

Годовая динамика цен в указанных условиях продолжит замедляться, преимущественно за счет дефляционных тенденций в сегменте продуктов питания, которые занимают наибольшую долю в потребительской корзине. Также, начиная с октября, на нее окажет влияние и статистический эффект базы из-за ускорения темпов роста цен в прошлом году. На этом фоне мы прогнозируем снижение показателя инфляции к концу декабря до 14,8%.

Рис. 6. Динамика инфляции (фактические значения и прогноз ЦР), в %



Источник: CEIC Data (Росстат), расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

### Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения

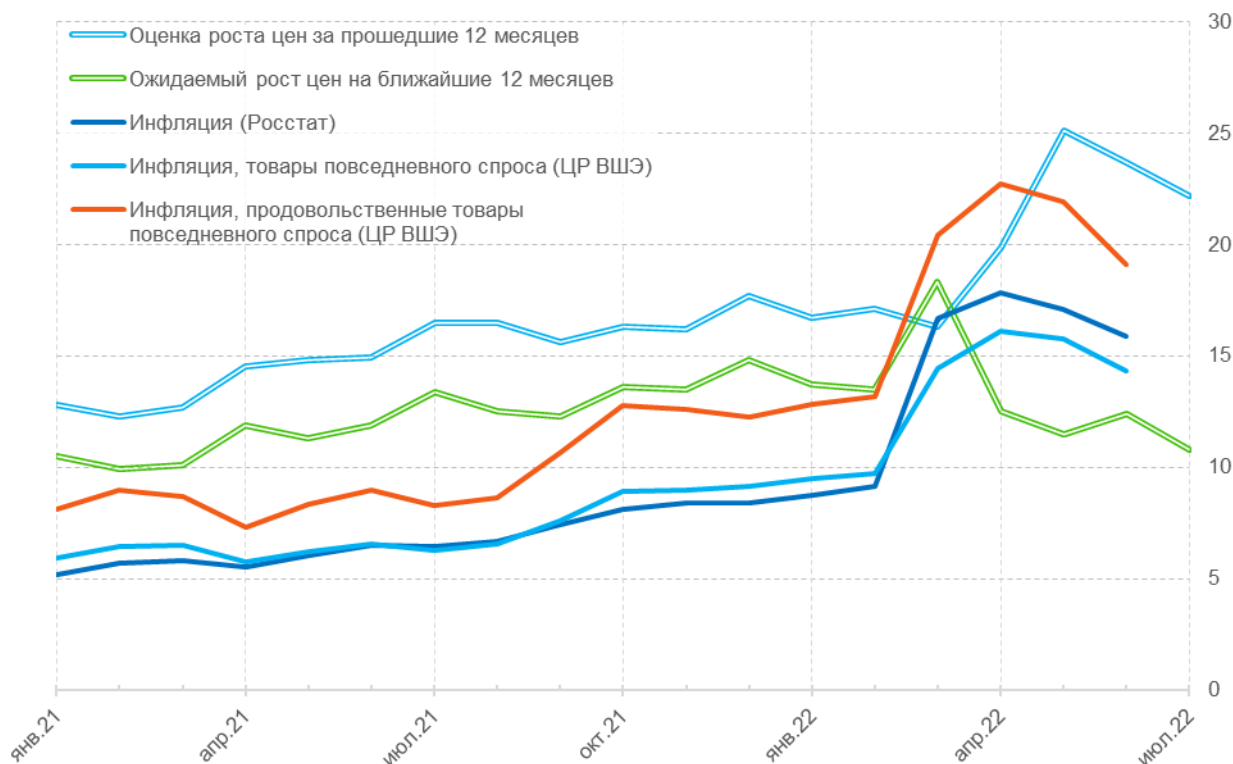
После резкого взлета весной 2022 г. в июле инфляционные ожидания населения продолжили снижение. Медианное значение наблюдаемой динамики цен за прошедшие 12 месяцев составило 22,2%<sup>10</sup>, уменьшившись на 1,5 п.п. по сравнению с июнем (рис. 7). На такую же величину понизился и ожидаемый прирост цен в ближайшие 12 месяцев, оценки которого опустились до 10,8%. Частота упоминаний товаров и услуг, темп роста цен на которые в последний месяц характеризовался респондентами как очень сильный, в июле

<sup>10</sup> Аналитический отчет ООО «инФОМ» по заказу Банка России (июль 2021 г.).



снизилась по всем категориям, за исключением услуг ЖКХ, тарифы на которые были проиндексированы в начале месяца. Также с начала второго квартала существенно выросла доля опрошенных, считающих, что через три года динамика цен будет составлять примерно 4% в год, что свидетельствует о повышении доверия к политике инфляционного таргетирования, проводимой Банком России.

**Рис. 7. Представления населения об инфляции и индикаторы роста цен, в % годовых**



Источник: Банк России, инФОМ, CEIC Data (Росстат), расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Потребительские настроения граждан продолжили уверенное восстановление после провала в марте 2022 г. Индекс ожиданий, рассчитываемый «инФОМ», вырос до максимального значения за последние пять лет за счет улучшения оценок как личного благосостояния, так и перспектив развития страны в ближайший год и следующие пять лет. Индекс текущего состояния также увеличился за счет положительных оценок собственного материального положения за последний год, а также улучшения баланса мнений о благоприятности времени для совершения крупных покупок.

По нашему мнению, указанная динамика инфляционных ожиданий и потребительских настроений в значительной степени связана с замедлением динамики цен на продовольственные товары и положительным восприятием произошедшего укрепления курса рубля. По-видимому, тенденция получит продолжение и в августе-сентябре, однако в более длительной перспективе, учитывая неустойчивый/временный характер обозначенных факторов, ее продолжение остается под вопросом.

### Валютный курс

После прошлого заседания ЦБ по ключевой ставке 10 июня динамика курса российского рубля относительно основных мировых валют изменялась в широких пределах: к концу



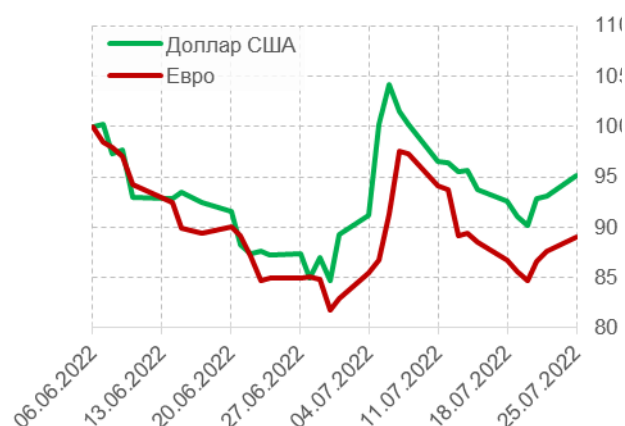
июня индикативный курс доллара на Московской бирже снижался до 51,6 руб.; официальный курс евро<sup>11</sup> – до 53,8 руб. (рис. 8–9). На первой неделе июля наблюдался обратный процесс, в ходе которого курс американской валюты возрастал до 63,6 руб., а европейской – до 64,3 руб. Тем не менее на неделе перед заседанием 22 июля национальная валюта снова стала укрепляться и индикаторы закрепились в диапазоне 56–58 руб. Отметим, что укрепление рубля происходило несмотря на обнуление нормативов продажи валютной выручки, в то время как новым фактором, по-видимому, является стремление банков и компаний избавиться от любых активов в санкционных валютах из-за опасений блокировки счетов. В понедельник 25 июля после снижения ключевой ставки до 8% годовых российская валюта несколько подешевела и индикаторы закрепились выше 58 руб. за долл./евро, однако учитывая очень малую мобильность капитала в новых условиях и фактически недействующий механизм подстройки через процентный дифференциал, мы считаем, что это является в большей степени совпадением, а не прямым следствием решения Банка России. Тем не менее в перспективе нескольких кварталов, по мере начала действия эмбарго на поставки российских энергоносителей в ЕС, а также утверждения нового бюджетного правила следует ожидать ослабления российской валюты. При этом вследствие многочисленных торговых и логистических ограничений оценки эффекта переноса курса в цены остаются неопределенными.

Рис. 8. Курсы доллара и евро, руб./ед. валюты



Источник: Московская биржа, Банк России.

Рис. 9. Динамика курсов доллара и евро (100 = 06.06.2022), в %



Источник: Московская биржа, Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

### Денежно-кредитные условия и монетарная политика

После решения о снижении ключевой ставки до 9,5% с 14 июня на межбанковском рынке кредитов овернайт индикаторы RUONIA<sup>12</sup> и MIACR<sup>13</sup> большую часть времени находились в диапазоне 8,75–9,0% (рис. 10) со средним значением спреда в -42 б.п. Тем не менее, начиная с 11 июля, наблюдалось двукратное снижение данного показателя, что, скорее

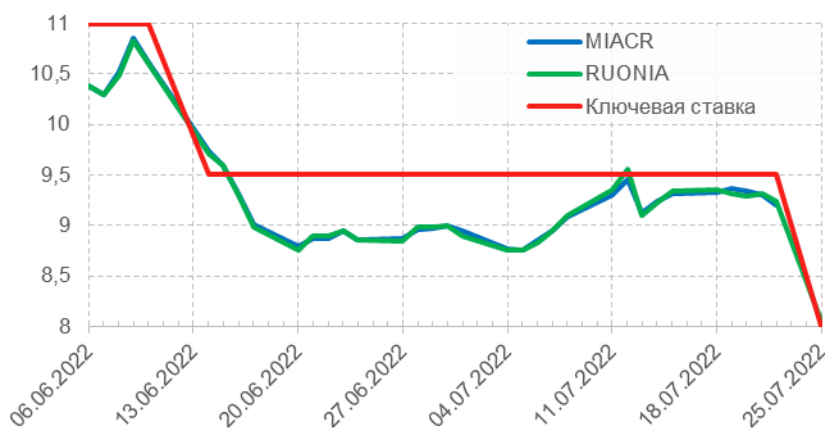
<sup>11</sup> В связи с тем, что Московская Биржа с 16 марта 2022 года перестала публиковать данные по индикативному курсу евро используется официальный курс ЦБ РФ.

<sup>12</sup> Rouble OverNight Index Average, отражает стоимость привлечения займа «овернайт» банком из числа топ-35 с минимальным кредитным риском.

<sup>13</sup> Moscow InterBank Actual Credit Rate, рассчитывается по данным о фактических межбанковских кредитных сделках, совершенных банками, формирующими свыше 80% оборотов российского рынка межбанковских кредитов.

всего, было связано с ожиданиями со стороны банков снижения ключевой ставки на заседании 22 июля и стремлением разместить средства в начале периода усреднения на счетах в ЦБ с большей доходностью вместо их предложения на межбанковском рынке. 25 июля после вступления в силу решения о снижении ключевой ставки до 8% индикатор RUONIA составил 8,05%.

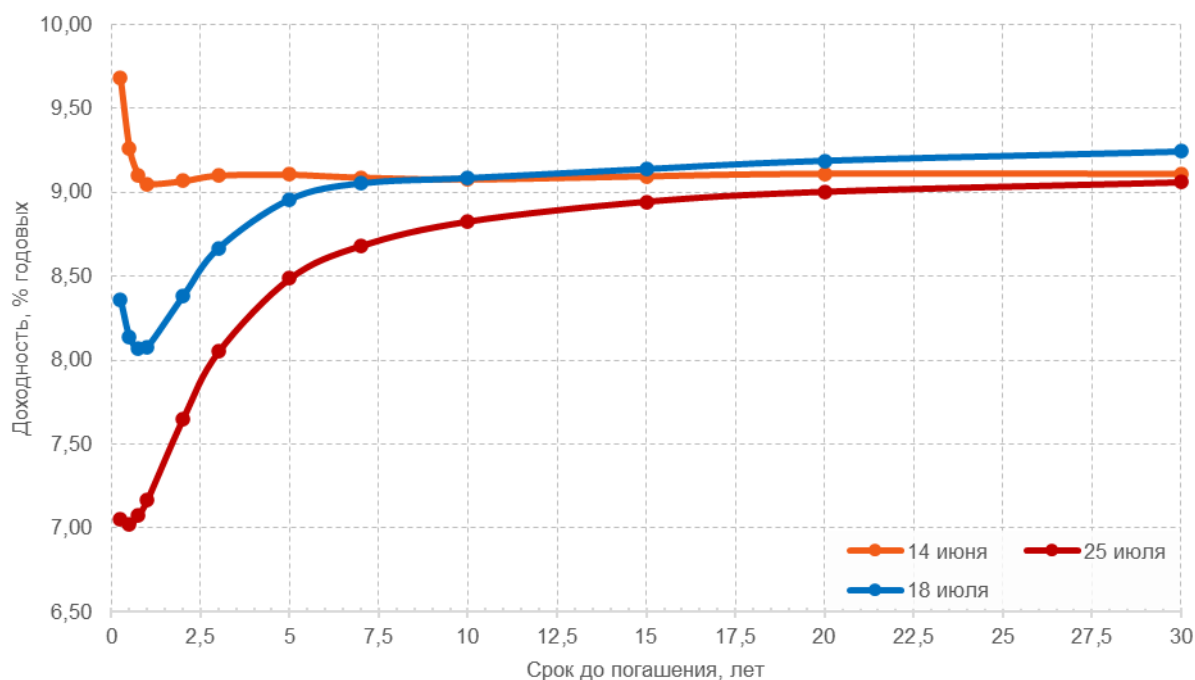
Рис. 10. Процентные ставки сегмента овернайт денежного рынка, в % годовых



Источник: Банк России, СРО НФА.

Доходности ОФЗ в тот же период на коротких сроках снизились на 43–131 б.п. при околонулевой динамике в середине кривой и незначительном повышении их на ее дальнем конце (рис. 11). После решения о снижении ключевой ставки до 8% доходности на коротком конце кривой потеряли 91–131 б.п. и закрепились вблизи 7%, снижение в средней части составило 47–73 б.п., а отрицательная динамика на дальнем крае составила 18–26 б.п.

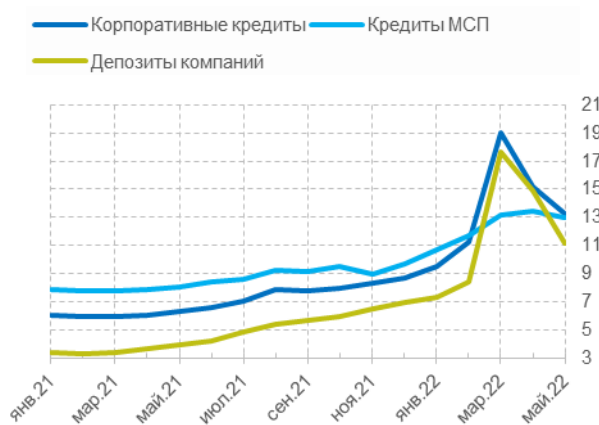
Рис. 11. Кривая бескупонной доходности ОФЗ



Источник: Московская биржа.

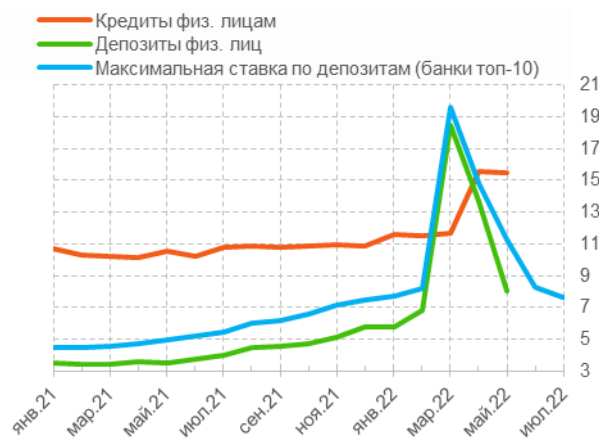
На кредитно-депозитном рынке ставки продолжили снижаться после резкого увеличения в марте 2022 г. Средневзвешенная стоимость заимствований для крупных корпоративных заемщиков в российской валюте согласно последним доступным данным на конец мая упала до 13,3%<sup>14</sup> (-1,9 п.п. по сравнению с апрелем, рис. 12), ставка для малых и средних предприятий (МСП) снизилась на 0,45 п.п., до 13,0%. Отметим, что благодаря оперативно принятым решениям о запуске льготных программ кредитования МСП ставки в данном сегменте не продемонстрировали взлета вверх по сравнению с обычными корпоративными программами. Проценты по депозитам для размещения временно свободных средств компаний упали на 3,8 п.п. по сравнению с апрелем и составили 11,1%. Сравнительно медленное снижение ставок по новым заимствованиям по сравнению со вкладами предприятий отражает существенно возросший уровень рисков и неопределенности относительно развития ситуации в российской экономике, что будет снижать реакцию рынка на изменения ключевой ставки.

**Рис. 12. Средневзвешенные ставки по кредитам и депозитам компаний, в % годовых**



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Рис. 13. Средневзвешенные ставки по кредитам и депозитам физических лиц, в % годовых**



Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Для физических лиц стоимость рублевых заимствований по состоянию на конец мая закрепилась на отметке 15,5% (рис. 13), оставшись на неизменном уровне по сравнению с апрелем. Шокового роста ставок в данном сегменте также удалось избежать благодаря предоставлению в марте кредитов, одобренных по заявкам до 24 февраля, а также роста ставок преимущественно на краткосрочные кредиты до года, доля которых в выдачах не столь велика. Средневзвешенный показатель по вкладам физических лиц к концу весны снизился до 8%, потеряв 6,8 п.п. по сравнению с апрелем. При этом, по данным оперативной статистики о максимальных процентных ставках по депозитам в топ-10 банках, привлекающих наибольший объем средств физических лиц, в июне-июле тенденция существенно замедлилась и за 1,5 месяца вознаграждение по вкладам снизилось лишь на 3,6 п.п. Как и в случае корпоративного сегмента ставки в розничном кредитовании будут снижаться с меньшей динамикой по сравнению с предложениями по размещению средств.

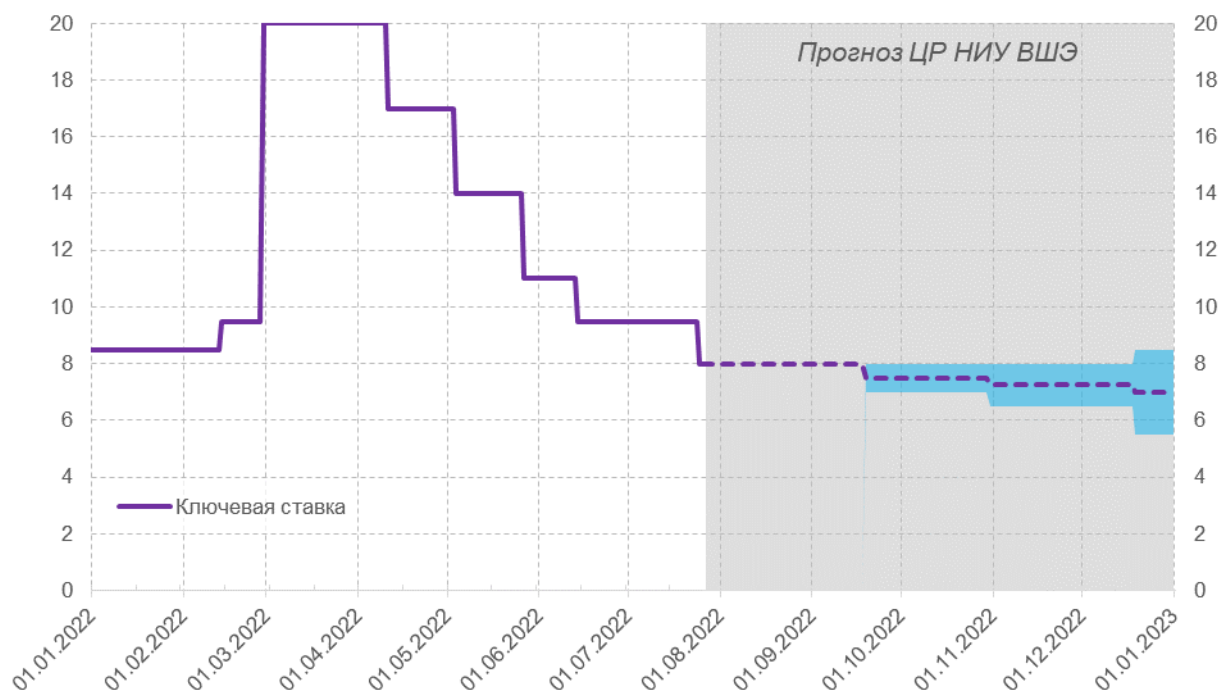
Совет директоров Банка России на заседании 22 июля принял решение о снижении ключевой ставки на 150 базисных пунктов – вдвое больше, чем предполагало большинство

<sup>14</sup> Показатель отражает ставки по новым кредитам, выданным в течение отчетного месяца.

аналитиков, – до 8%. Регулятор отметил сочетание набора разовых факторов (в том числе продолжающаяся коррекция цен после резкого роста в марте и хороший урожай продовольственной продукции) и сдержанную динамику потребительского спроса, которые способствовали замедлению годовой инфляции. Существенное снижение инфляционных ожиданий, а также сохранение высокой склонности к сбережению при по-прежнему жестких денежно-кредитных условиях создали окончательные основания для столь широкого шага вниз по ставке. Вместе с тем, учитывая опыт пандемии и возможность резкого восстановления спроса в условиях растущей потребительской уверенности и оживления потребительского кредитования, Банк России ужесточил сигнал о дальнейшей траектории ключевой ставки: ЦБ будет оценивать целесообразность ее снижения во втором полугодии.

Тем не менее с учетом нашего прогноза по инфляции мы полагаем, что наиболее вероятным направлением изменения ключевой ставки будет являться ее дальнейшее понижение на 50 б.п. на заседании 16 сентября и на 25 б.п. на заседаниях 28 октября и 16 декабря, в результате чего к концу года она составит 7% (рис. 14). Вместе с тем обновленные оценки среднего значения ключевой ставки в макропрогнозе Банка России оставляют пространство и для других возможных траекторий, вероятный диапазон которых также представлен на графике. В зависимости от фактической динамики спроса и цен итоговые значения ставки на конец года могут варьироваться от 8,5 до 5,75%.

**Рис. 14. Фактическая и ожидаемая траектория ключевой ставки Банка России, в % годовых**



*Примечание.* Затемненная синим область отражает вероятный диапазон изменений ключевой ставки, согласующийся с прогнозом ЦБ РФ ее среднего значения до конца 2022 г. и за обозначенный период в целом. Указанный диапазон не отражает весь спектр математически возможных траекторий и является экспертной оценкой Института «Центр развития» НИУ ВШЭ. Пунктирная фиолетовая линия отражает прогноз траектории ключевой ставки, оцениваемой нами как наиболее вероятная из всех на дату публикации материала.

Источник: Банк России, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Игорь Сафонов**

### Команда Центра развития

Дарья Авдеева  
Наталья Акиндинова  
Николай Кондрашов  
Людмила Коновалова  
Алексей Кузнецов  
Валерий Миронов  
Светлана Мисихина  
Анжела Назарова  
Сергей Пухов  
Наталья Самсонова  
Игорь Сафонов  
Сергей Смирнов  
Степан Смирнов  
Алена Чепель  
Андрей Чернявский

### Ждем Ваших вопросов и замечаний!

**ЦЕНТР РАЗВИТИЯ:** тел. +7 (495) 772-95-90 доб. 23617, e-mail: [info\\_dcenter@hse.ru](mailto:info_dcenter@hse.ru), <http://dcenter.hse.ru/>

**ПРЕСС-СЛУЖБА НИУ ВШЭ:** тел. +7 (495) 772-95-67, e-mail: [press@hse.ru](mailto:press@hse.ru), <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в настоящем выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в выпуске, необходимо ссылаться на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2022 г.