Национальный исследовательский университет
Высшая школа экономики

Центр развития

Комментарии о Государстве и Бизнесе

283

27 мая 2020

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

Инфляция и монетарная политика

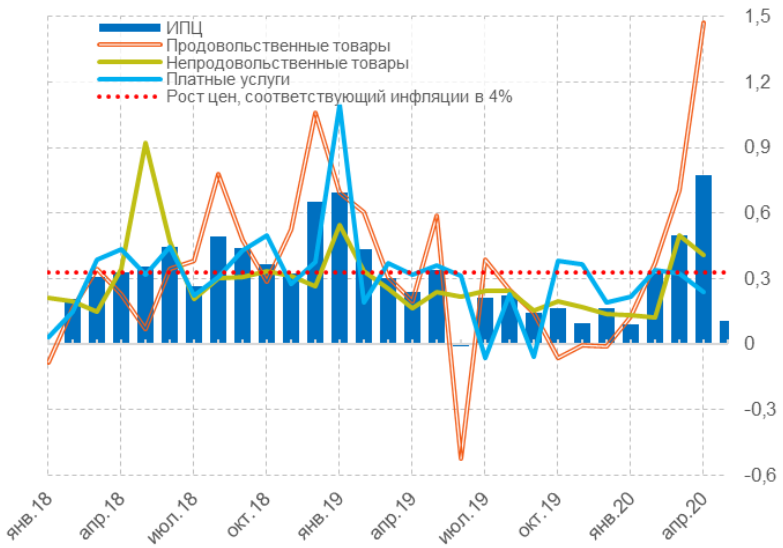
Де(зин)фляция не за горами

После значительного ускорения темпов роста потребительских цен в апреле 2020 года данные за три недели в мае демонстрируют переход к дезинфляционной динамике. Это подтверждает позицию Центробанка, обосновывавшего последнее снижение ключевой ставки до 5,50% рисками летней дефляции. Дальнейшее развитие ситуации при градуированном снятии санитарных ограничений и традиционном для летнего периода снижении цен на продовольствие действительно может создать условия для снижения ключевой ставки на 1 процентный пункт.

Индекс потребительских цен

Опубликованные Росстатом данные о потребительских ценах в апреле 2020 года показали дальнейшее ускорение их динамики, начавшееся ещё в марте. Месячный темп роста цен с учётом корректировки на сезонность увеличился в 1,6 раза – с 0,5 до 0,8%, а накопленная с начала года инфляция составила 1,7% (рис. 1). Основной вклад в ускорение внесли цены на продовольствие, выросшие в апреле на 1,5% по сравнению с предыдущим месяцем (аналогичный прирост за март составил 0,7%), в то время как динамика цен на непродовольственные товары после разового ускорения в марте до 0,5% несколько замедлилась и

Рис. 1. Темпы прироста ИПЦ и его компонентов за месяц, сезонно скорректированные, в %



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

составила 0,4%. Темп роста цен на платные услуги снизился с февральских и мартовских значений до 0,2% в апреле, что, впрочем, может являться статистическим артефактом, учитывая действовавший режим нерабочих дней и связанные с этим сложности сбора статистики по стоимости услуг.

Лидерами роста среди продовольственных товаров стали яйца, подорожавшие на 7,5% за месяц за счёт ослабления рубля и удорожания кормовых. За счёт ажиотажного спроса росли цены на сахар (+5,8% к марту), плодоовощную продукцию (+5,4%), макаронные и крупяные изделия (+5,1%). Более сдержанным темпом увеличивались цены на мясо и рыбопродукты (+1,1 и +0,7% соответственно), а также масло и жиры (+1%), сыр (+0,8%) и молочная продукция (+0,6%).

В сегменте непродовольственных товаров наибольший рост цен был зафиксирован на медицинские товары (+2,8%), а также моющие и чистящие средства (+1,2%). На фоне самоизоляции и ослабления курса заметную динамику показали цены на персональные компьютеры (+1,2%) и электротовары (+1%). Слабая дефляция (-0,2%) была отмечена в сегментах средств связи и автомобильного бензина.

Цены в секторе услуг характеризовались достаточно слабой динамикой в апреле, хотя это и могло стать следствием сложности при их регистрации из-за действовавших санитарных ограничений. Заметная дефляция была зафиксирована в сегменте услуг РЖД (-0,7% по сравнению с мартом), остальные сектора демонстрировали прирост в 0,1–0,5%.

Таблица 1. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ, в %

	2019									2020				
	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май
% к предыдущему месяцу														
Все товары и услуги	0,3	0,3	0,0	0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,1
продовольственные товары	0,4	0,4	-0,5	-0,3	-0,9	-0,4	0,2	0,5	0,6	0,7	0,6	1,0	1,7	н/д
непродовольственные товары	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	0,5	0,4	н/д
платные услуги	0,2	0,4	0,6	0,9	0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,1	0,1	н/д
% к предыдущему месяцу, с корректировкой на сезонность														
Все товары и услуги	0,2	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	0,8	0,1
продовольственные товары	0,2	0,6	-0,5	0,4	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,7	1,5	н/д
непродовольственные товары	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	0,4	н/д
платные услуги	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	-0,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	н/д
% к соответствующему месяцу предыдущего года														
Все товары и услуги	5,1	5,1	4,6	4,6	4,3	4,0	3,8	3,5	3,0	2,4	2,3	2,5	3,1	2,8
продовольственные товары	5,9	6,4	5,5	5,5	4,9	4,6	4,2	3,7	2,6	2,0	1,8	2,2	3,5	н/д
непродовольственные товары	4,5	3,8	3,5	3,6	3,5	3,4	3,2	3,1	2,9	2,5	2,3	2,6	2,8	н/д
платные услуги	5,0	5,0	4,9	4,6	4,5	4,0	3,8	3,9	3,7	2,8	3,0	2,9	2,9	н/д
Базовая инфляция (ЦР ВШЭ), г/г	4,8	4,8	4,7	4,6	4,4	4,0	3,7	3,4	3,1	2,6	2,4	2,7	3,0	н/д
Базовая инфляция (ЦР ВШЭ), м/м, сез. скорр.	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,6	0,6	н/д

* Данные за май 2020 г. – оценки на основе недельных данных Росстата.

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

Динамика сезонно скорректированного индекса базовой инфляции, рассчитываемого Институтом «Центр развития» НИУ ВШЭ и исключающего товары и услуги, цены на которые сильно зависят от административного и погодного факторов, в апреле оказалась идентична мартовской – +0,6%, что является максимальным приростом за последние 12 месяцев (см. табл. 1). В результате показатели годовой инфляции перешли к росту впервые со второй половины 2019 года.

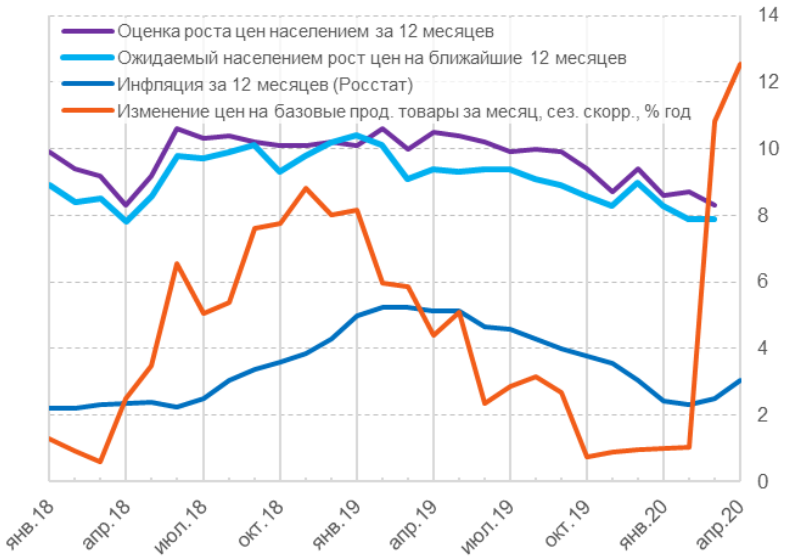
В данных условиях решение Банка России 27 апреля снизить ключевую ставку до 5,50% могло бы выглядеть выбивающимся из общей логики инфляционного таргетирования, однако оперативная статистика по ценам в мае продемонстрировала резкий слом инфляционного тренда: за прошедшие три недели общий уровень цен вырос лишь на 0,1%, причём зафиксированное повышение произошло лишь на первой неделе мая, а последующие две недели характеризовались нулевым приростом общего уровня цен. В продовольственном сегменте, выступавшем основным драйвером общего роста, продолжение удорожания макаронных и крупяных изделий начало компенсироваться традиционным для летнего периода снижением цен на плодоовощную продукцию. По оценкам Института «Центр развития» НИУ ВШЭ, в зависимости от степени сохранения подобных тенденций в последние две недели мая, итоговый рост цен за месяц составит 0,06–0,14%.

Инфляционные ожидания населения

В апреле 2020 года в условиях введения санитарных и ограничительных мер для предотвращения распространения коронавирусной инфекции регулярные опросы населения в формате личного интервью относительно их ценовых ожиданий были заменены телефонными опросами. Из-за существенных методологических отличий их результаты оказались не сопоставимыми с данными предыдущих опросов, в результате чего публикация оценок роста цен населением за последние 12 месяцев и их ожидаемого изменения в будущем на идентичном временном горизонте Банком России не производилась.

Данные последнего мартовского опроса демонстрировали тенденцию к снижению обоих показателей до минимальных уровней за последние два года (рис. 2), которая наверняка оказалась прервана по мере проявления экономических последствий коронавируса. В начале апреля две трети опрошенных (64%) отмечали рост цен на продукты питания; об удорожании непродовольственных товаров говорили 13% респондентов; о возросшей

Рис. 2. Представления населения об инфляции и индикаторы роста цен, в %

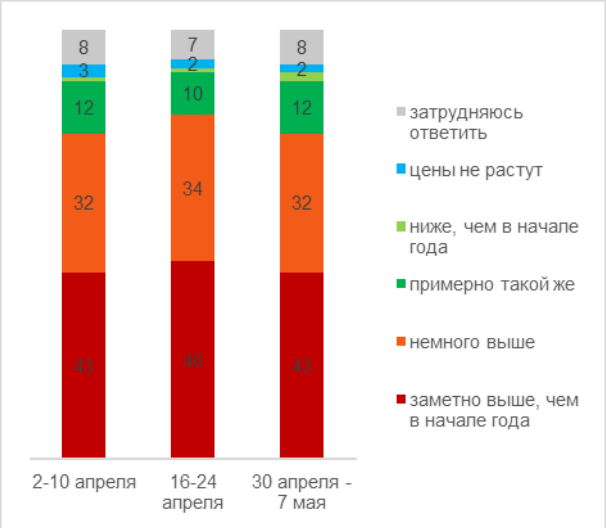


Источник: Банк России, инФОМ, CEIC Data (Росстат), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

стоимости услуг заявляли 4%. В целом большая часть интервьюируемых (43%, рис. 3) считала, что текущий уровень инфляции заметно возрос по сравнению с началом года, ещё 32% полагали, что он немного выше. Последующие опросы во второй половине апреля и начале мая не продемонстрировали существенных изменений в указанных оценках, что указывает на стабилизацию показателя воспринимаемой населением инфляции за прошедшие 12 месяцев после изначального роста.

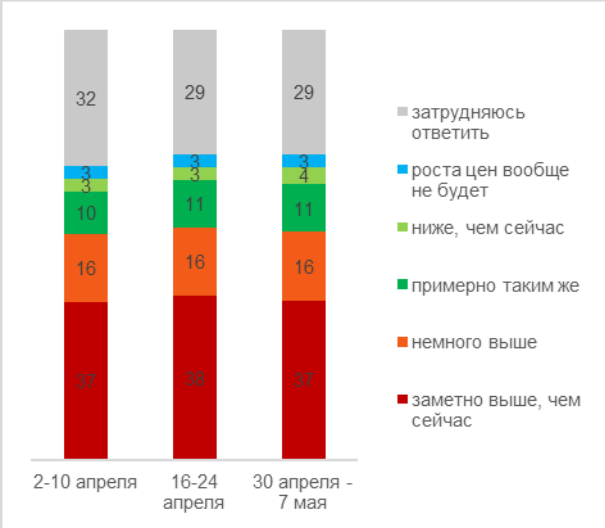
Распределение ожидаемой инфляции на временном горизонте 12 месяцев (рис. 4) в апреле-мае также оставалось стабильным: 37% респондентов уверены, что рост цен через год будет заметно выше по сравнению с текущим; ещё 16% считают, что он будет немного выше. Процент тех, кто считает, что темпы роста цен останутся такими, как и сейчас, сохранился на уровне 10%. Учитывая, что текущую инфляцию по сравнению с началом года население также воспринимает как более высокую, это означает, что характерная для двух последних лет ситуация, когда оценка ценовой динамики на перспективу оказывалась лучше, чем оценка прошлого изменения цен (рис. 2), в апреле переломилась, и новые инфляционные ожидания в настоящий момент находятся на стабильном, но существенно более высоком уровне по сравнению с мартовскими значениями.

Рис. 3. Оценка населением текущего роста цен по сравнению с началом года, в %



Источник: Банк России, инФОМ.

Рис. 4. Оценка населением роста цен через год по сравнению с текущим, в %



Источник: Банк России, инФОМ.

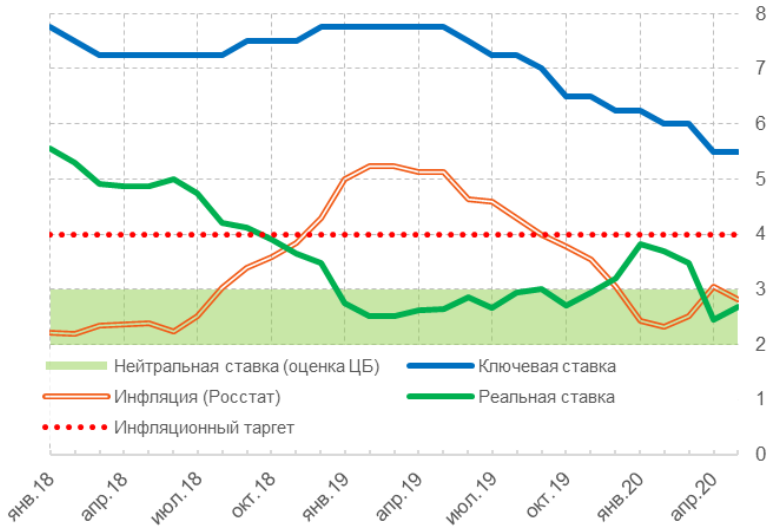
Денежно-кредитная политика

С формальной точки зрения характер монетарной политики, несмотря на последнее снижение ключевой ставки и ускорение инфляции в марте-апреле, остался нейтральным. Реальная ставка в экономике, хотя и снизилась на 1 п.п. относительно уровней первого квартала, но осталась в диапазоне 2–3% (рис. 5), ранее описываемого Центробанком как условно нейтрального для экономики. Однако обилие экстраординарных мер поддержки реального и банковского сектора, реализуемых Банком России для преодоления экономических последствий коронавируса, фактически отводит текущее состояние ключевой ставки на второй план, хотя резкое замедление инфляции в мае, имеющее шансы

стать началом летней дефляции, фактически открывает дорогу для её нового снижения, в том числе до 4,5%.

Среди реализованных мер по поддержке экономики и, в частности, корпоративного кредитования наиболее существенными стали регуляторные послабления для кредитных организаций. Последние получили возможность до 30 сентября не ухудшать оценку качества обслуживания долга и финансового положения заёмщиков, в том числе при реструктуризации кредитов, а также использовать оценку стоимости залогов высших категорий качества по состоянию на 1 января 2020 года, что позволило нарастить совокупный кредитный потенциал в экономике на сумму порядка 1 трлн руб. Другой значимой мерой стала реализация программы льготного рефинансирования кредитных организаций в целях предоставления кредитов на неотложные нужды для поддержки и сохранения занятости для малых и средних предприятий (МСП). Совокупный лимит по данному инструменту изначально составлял 500 млрд руб. при ставке рефинансирования в 4%, впоследствии он был увеличен ещё на 50 млрд руб. при снижении ставки до 3,5%. При этом реализован подход, согласно которому дальнейшее изменение платы за полученные средства зависит от изменения задолженности по кредитам, предоставленных отдельной кредитной организацией субъектам МСП, в сравнении с объёмом данных кредитов по состоянию на 1 апреля 2020 года. Всё это привело к взрывному росту портфеля корпоративных кредитов за март на рекордные 1,4 трлн руб. Повышенный спрос на рефинансирование и льготное кредитование привёл к тому, что профицит ликвидности в банковской системе сократился в 2,5 раза – с 3,8 трлн руб. в феврале до 1,5 трлн руб. в мае, главным образом за счёт сокращения депозитов банков в Банке России (рис. 6).

Рис. 5. Ключевая ставка, инфляция и диапазон нейтральности ДКП, в %

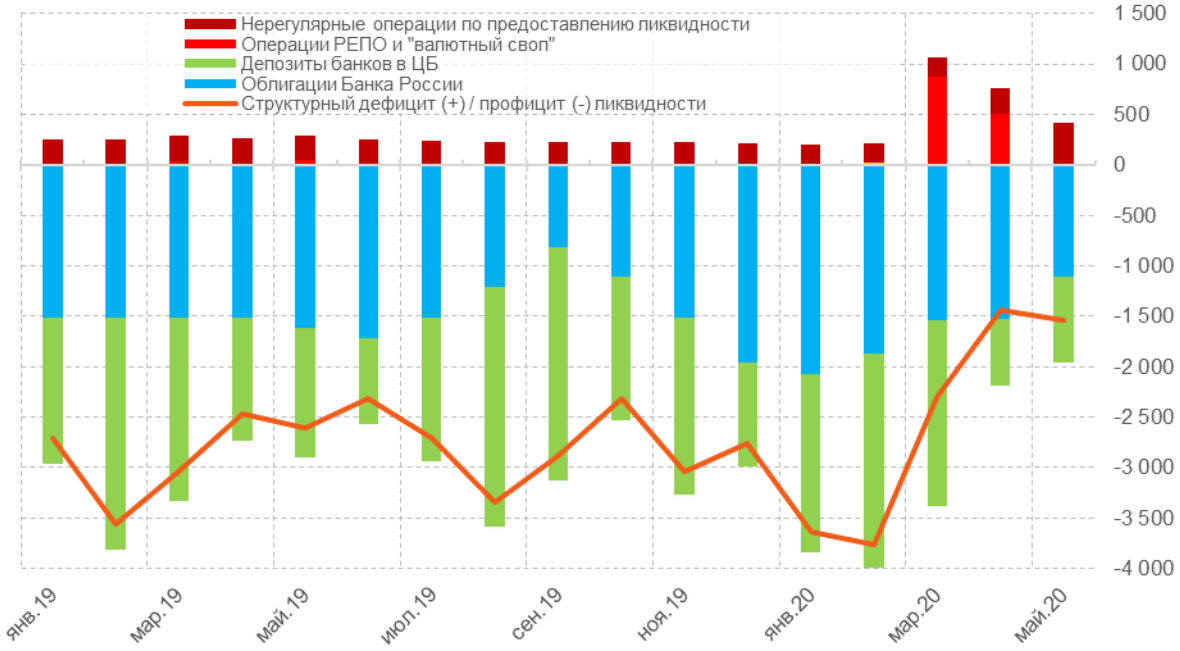


Источник: Банк России, CEIC Data (Росстат), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

На рынке банковского фондирования при этом наблюдались разнонаправленные тенденции: снижение процентных ставок по вкладам и ориентация Федерального казначейства на «короткие» депозиты, с одной стороны, и удлинение сроков кредитования под нулевые или даже льготные процентные ставки в сочетании с предоставлением кредитных каникул заёмщикам, с другой, усилили уже имевшиеся дисбалансы активов и пассивов банков по срочности. С целью ограничить негативное влияние подобных тенденций на дальнейшую динамику корпоративного кредитования Центробанк представил инструменты месячного и годового РЕПО под залог облигаций федерального займа и облигаций субъектов РФ с наивысшим кредитным рейтингом. Несмотря на свой характер, данная мера не будет означать расширения денежного предложения или даже перехода к российскому варианту «количественного смягчения», поскольку согласно заявлениям председателя совета директоров ЦБ Э.С. Набиуллиной, подобные операции

будут синхронизированы с депозитными аукционами Банка России и не изменят общий объём профицита в банковской системе, который уже стабилизировался в середине мая относительно своих апрельских значений.

Рис. 6. Ликвидность банковской системы, млрд руб.



Источник: Банк России.

При этом реализация данной меры, кроме своего непосредственного воздействия, а именно удлинения срочности пассивов банков, будет содержать в себе ряд значимых внешних эффектов. Во-первых, возможность получить ликвидность под залог ОФЗ и облигаций субъектов РФ будет стимулировать банки направлять её не только на нужды кредитования, но и на покупку новых выпусков данных бумаг, что снизит стоимость обслуживания государственного долга как на федеральном, так и на муниципальном уровне. Последнее особенно важно в условиях, когда новые антикризисные расходы Минфина и, по-видимому, ряда «богатых» субъектов будут финансироваться за счёт займов, хотя глава ЦБ подчеркнула, что будущие июньские аукционы «длинного» РЕПО прямо не связаны с будущими операциями Минфина. Во-вторых, при ограниченности доступных для приобретения выпусков ОФЗ и муниципальных облигаций часть средств банковского сектора на финансовом рынке могут быть направлены и на корпоративные облигации отдельных российских эмитентов, что также снизит стоимость привлечённого финансирования для них. Кроме того, динамика инфляции в мае, фактически открывающая дорогу для нового снижения ключевой ставки, в случае его осуществления ещё более уменьшит издержки привлечения ликвидности по данному каналу и благотворно повлияет на финансирование, в том числе плана посткризисного восстановления экономики, обсуждаемого сейчас правительством.

Игорь Сафонов

Команда Центра развития

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

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

Центр развития: тел. +7 (495) 772-95-90 доб. 23617, e-mail: info_dcenter@hse.ru, http://dcenter.hse.ru/

Пресс-служба НИУ ВШЭ: тел. +7 (495) 772-95-67, e-mail: 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 2020 году.