



Комментарии о Государстве и Бизнесе

316

21 сентября 2020

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

Инфляция и монетарная политика

Ставка про запас

Традиционная летняя дефляция не уродилась – в августе цены в целом остались практически неизменными, несмотря на номинальное снижение в продовольственном сегменте. При этом с исключением сезонного фактора мы наблюдаем ускорение инфляции по товарной составляющей потребительской корзины за счёт активного восстановления потребительского спроса. Это создаёт риски в том числе для инфляционных ожиданий, уже увеличившихся по сравнению с мартом на 0,9 п.п. Другим негативным фактором для них может стать усиление геополитической напряжённости и преодоление валютным курсом психологических значений поддержки, а также опасения относительно второй волны коронавируса. В данных условиях решение Центрального банка оставить ставку на текущем уровне в 4,25% до следующего заседания Совета директоров в октябре, является ожидаемым и, по нашему мнению, направлено на сохранение возможностей для поддержки экономики в осенний период в случае реализации негативного сценария. Текущий прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец года снижен и составляет 4,2–4,4%.

Инфляция

Август 2020 года преподнёс сюрприз в части ценовой динамики: несмотря на хороший урожай почти традиционная для этого месяца дефляция оказалась незначительной – цены снизились лишь на 0,04%. При этом после корректировки данных Росстата на сезонность наблюдается противоположная ситуация: за последний месяц лета ИПЦ вырос на 0,4% по сравнению с 0,3% в предыдущие два месяца (рис. 1). Накопленная с начала года инфляция¹ достигла 2,9%, а прирост цен по отношению к соответствующему периоду прошлого года составил 3,6% (3,4% по итогам июля).

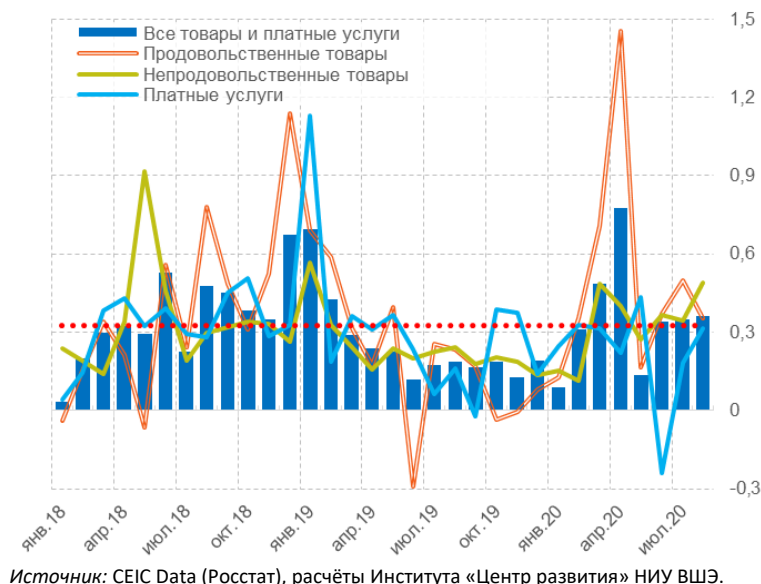
Главным драйвером ускорения стали цены на непродовольственные товары, прибавившие за месяц 0,5% по сравнению с 0,3% в июле за счёт активного восстановления потребительского спроса. В августе существенно дорожали легковые автомобили и печатные издания (+0,6%), высокий рост цен был отмечен для бензина, табачных изделий и легковых

¹ Цифры далее приведены с исключением сезонного фактора.

автомобилей (+0,5%), чуть более умеренной была динамика цен на мебель, электро- и бытовые товары, а также строительные материалы (+0,4%). Для остальных непродовольственных составляющих потребительской корзины динамика составила 0,1–0,3%, за исключением телерадиотоваров, подешевевших на 0,1%.

В сегменте продовольственных товаров прирост цен после устранения сезонного фактора немного замедлился и составил 0,4% по сравнению с 0,5% в июле. В августе в наибольшей степени продолжили дорожать сахар (+2,6%) и яйца куриные (+1,0%), плодоовощная продукция прибавила в цене значительные 1,8%. Кроме того, заметно увеличилась цена на хлеб и хлебобулочные изделия (+0,7%). Рост цен на другие продукты составил 0,1–0,5%, при этом ни в одной товарной группе внутри сегмента снижения не наблюдалось.

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



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

Стоимость платных услуг в августе увеличилась на 0,3% (+0,2% в июле) в основном в связи с продолжением курортного сезона: стоимость пассажирских перевозок выросла на 1,5%, а гостиницы и прочие места проживания стали дороже на 2%. Платное образование на этом фоне подешевело на 0,2%, на прежнем уровне осталась стоимость услуг связи. Рост цен на остальные услуги остался на уровне 0,1–0,4%.

Динамика сезонно скорректированного индекса базового ИПЦ, рассчитываемого Институтом «Центр развития» НИУ ВШЭ и исключающего товары и услуги, цены на которые сильно зависят от административного и погодного фактора, в августе не изменилась по сравнению с предыдущими тремя месяцами (+0,3%) (табл. 1). Прирост аналогичного индекса, рассчитываемого Росстатом, также остаётся стабильным на том же уровне.

По нашему мнению, в сентябре-декабре восстановление потребительского спроса продолжится, что приведёт к ускорению инфляции. На продуктовую составляющую будут оказывать воздействие настроения граждан в условиях возможной второй волны коронавируса, а также эффект низкой базы прошлого года. Непродовольственные товары продолжают дорожать за счёт осуществления отложенных покупок, а также снижения курса рубля. Динамика стоимости услуг в случае отсутствия новых карантинных ограничений станет более умеренной по мере завершения курортного сезона и в дальнейшем ускорится лишь в декабре. Текущий прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец года снижен и составляет 4,2–4,4% (рис. 2).

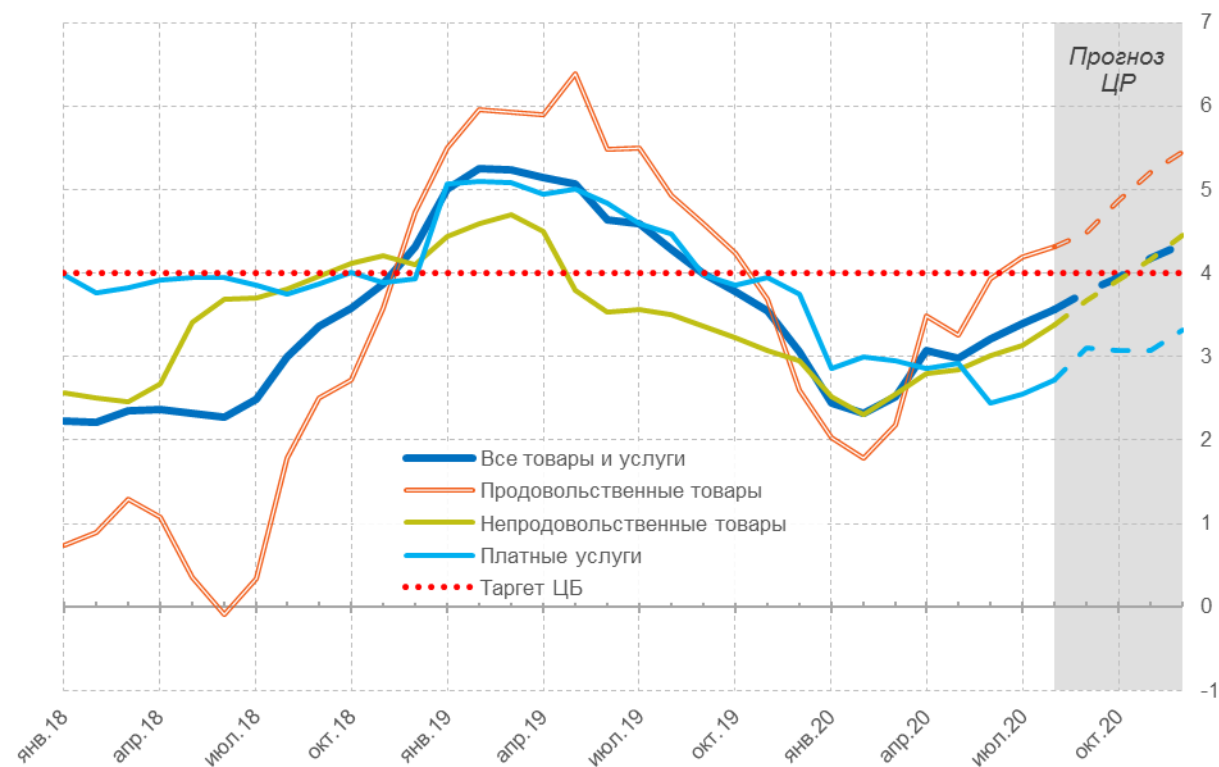
Таблица 1. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ, в %

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

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

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

Рис. 2. Динамика инфляции (фактические значения и прогноз ЦР), в %



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

Инфляционные ожидания населения

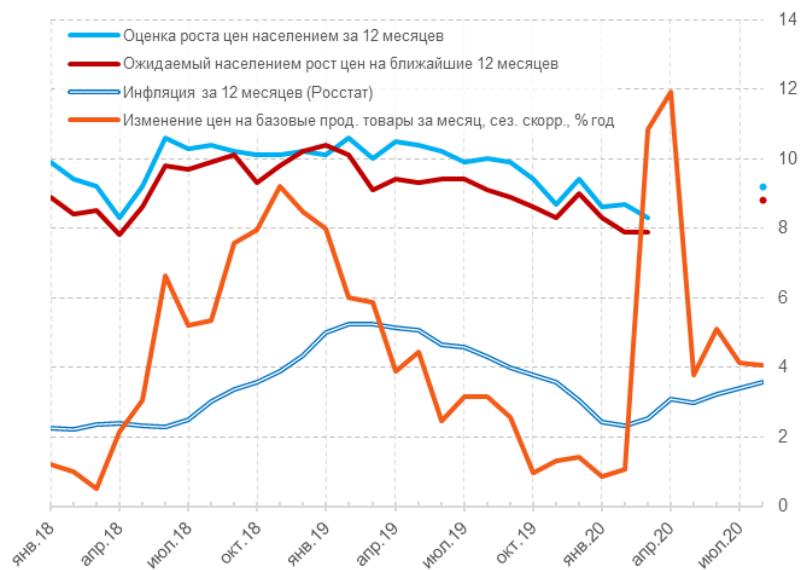
В августе 2020 года ООО «инФОМ» по заказу Банка России возобновило регулярные опросы населения относительно их ценовых ожиданий в формате личного интервью, которые были заменены телефонными опросами с апреля по июль из-за введения ограничительных мер для предотвращения распространения коронавирусной инфекции. По причине методологических отличий результаты данных опросов не являются сопоставимыми друг с другом, в связи с чем оценки населением роста цен за последние 12 месяцев и их ожидаемого изменения через год в апреле-июле отсутствуют.

По сравнению с мартовскими результатами опроса в последний месяц лета оба показателя, характеризующие ценовые настроения граждан, увеличились на 0,9 п.п.: медианное значение наблюдаемой за последний год инфляции составило 9,2%, а медианная оценка роста цен на ближайшие 12 месяцев – 8,8% (рис. 3). Ухудшение настроений было выявлено уже в начале апреля по данным первого телефонного опроса, однако в дальнейшем они оставались практически стабильными (рис. 4–5):

доля тех, кто оценивал текущую инфляцию как более высокую по сравнению с началом года составляла чуть больше 70%, а доля ожидающих более высокого уровня цен через 12 месяцев росла с 53 до 61% лишь за счёт тех, кто затруднялся ответить, в то время как остальные пропорции оставались стабильными. Однако, несмотря на рост, показатели инфляционных ожиданий всё равно ниже среднегодовых значений последних двух лет и практически идентичны показателям мая 2018 года (т.е. до июньского объявления о повышении НДС).

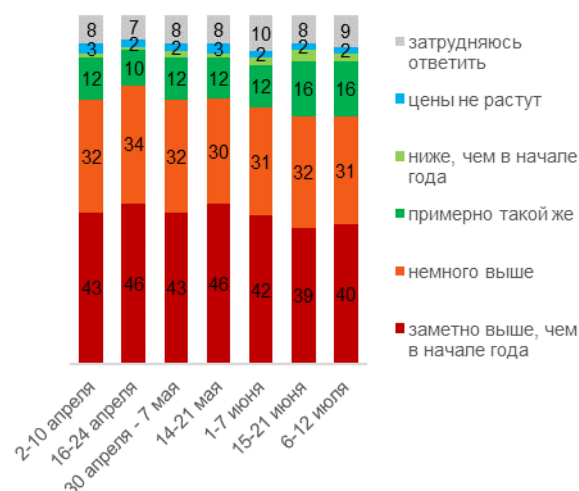
Динамика инфляционных ожиданий в ближайшие месяцы во многом будет зависеть от темпов роста цен на продовольствие, ускорение которых наиболее остро ощущается населением, а также перспектив второй волны пандемии коронавируса. Отрицательным фактором также может стать ослабление рубля в случае, если его курс закрепится ниже психологически важных уровней. Мы предполагаем, что негативное изменение ценовых настроений в ближайшие месяцы будет относительно небольшим, в то время как более серьёзный шок с их стороны возможен лишь в случае масштабного роста заболеваемости коронавирусом осенью и необходимости повторного введения жестких ограничительных мер.

Рис. 3. Представления населения об инфляции и индикаторы роста цен, в %



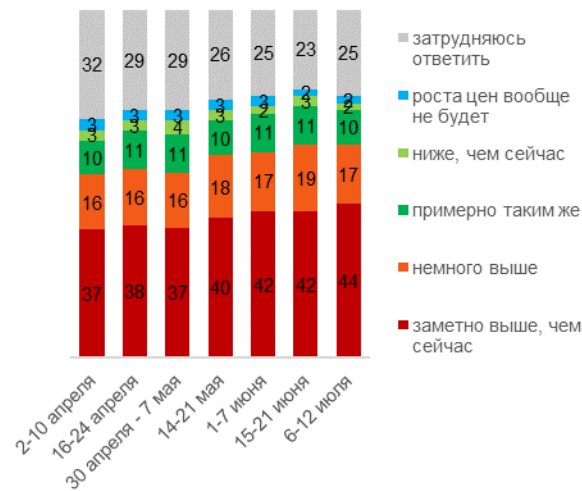
Источник: Банк России, инФОМ, CEIC Data (Росстат), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 4. Оценка населением текущего роста цен по сравнению с началом года (по данным телефонных опросов), в %



Источник: Банк России, инфОМ.

Рис. 5. Оценка населением роста цен через год по сравнению с текущим (по данным телефонных опросов), в %



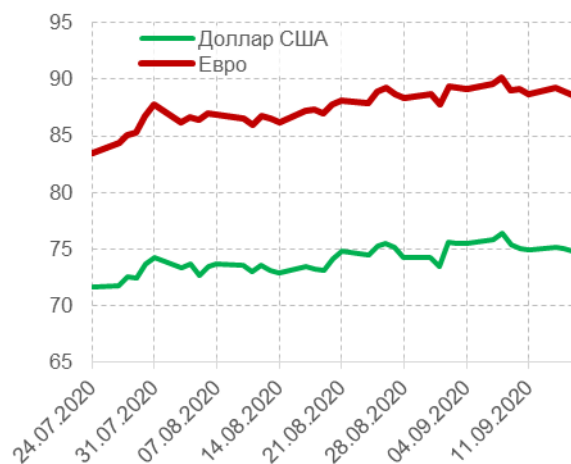
Источник: Банк России, инфОМ.

Валютный курс

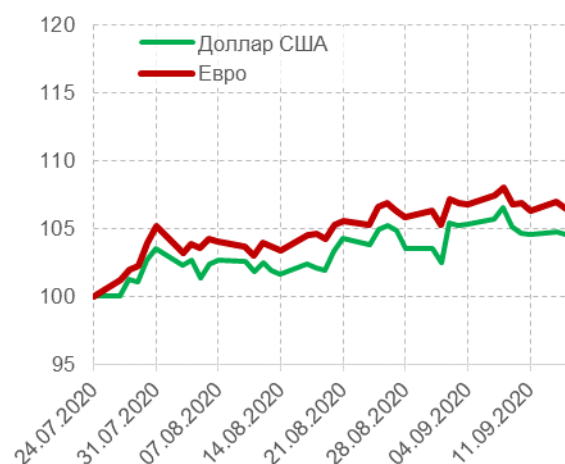
Негативная динамика курса рубля на последней неделе июля прервалась с началом августа и наступлением практически трёхнедельного периода спокойствия на валютном рынке. Ослабление было обусловлено ежегодной конвертацией дивидендов за 2019 год иностранными инвесторами, окончанием налогового периода, в ходе которого экспортёры продавали валютную выручку для выплат налогов в рублях, а также общим снижением спроса на рискованные активы развивающихся стран. Однако компенсировать падение российская валюта не успела: в связи с госпитализацией политика Алексея Навального и опасениями относительно новых санкций со стороны США и ЕС инвесторы стали снова выходить из российских активов. В результате курс доллара на Московской бирже вырос до 76 руб., а курс евро достигал уровня 90 руб. (рис. 6). Тем не менее за последнюю неделю рублю удалось немного отыграть падение и стабилизироваться на уровнях 75 и 88 руб. за единицу американской и европейской валюты соответственно.

Наблюдаемое ослабление российской валюты пока что имеет скорее психологические, чем реальные последствия. В отсутствие эскалации санкционной риторики масштаб девальвации ограничивается 5–6% и пока что не вносит существенного вклада в динамику инфляции. Лишь в случае реализации негативного геополитического сценария преодоление психологически важных уровней валютного курса может существенно ухудшить инфляционные ожидания домохозяйств и фирм, что приведёт к ускорению ценовой динамики.

Небольшую поддержку рублю в ближайшее время может оказать ситуация на рынке нефти, где ближайший фьючерс марки Brent торгуется около 40,8 долл./барр., а также возобновление продаж Центральным банком остатков валюты в рамках сделки по продаже Сбербанка (185 млрд руб. равными долями в течение 3-х месяцев).

Рис. 6. Курсы доллара и евро, руб./ед. валюты

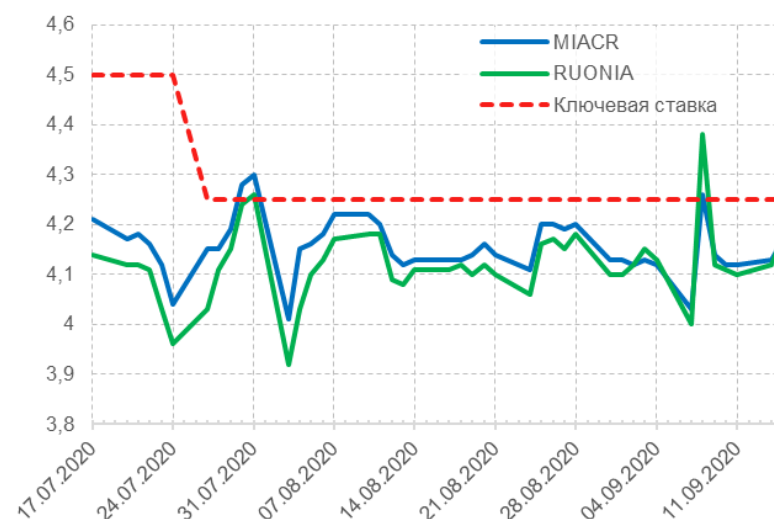
Источник: Московская биржа.

Рис. 7. Динамика курсов доллара и евро (100 = 24.07.2020), в %

Источник: Московская биржа, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Денежно-кредитные условия и монетарная политика

Динамика процентных ставок на денежном и финансовом рынке остаётся вблизи ключевой ставки. На межбанковском рынке кредитов овернайт ставка RUONIA² осталась на уровне 4,1–4,2%; ставка MIACR³ также колеблется в данном диапазоне (рис. 8). Доходности на рынке ОФЗ снизились на 20–40 базисных пунктов для выпусков с периодом погашения от 3-х лет, в то время как для более коротких сроков наблюдается некоторый

Рис. 8. Процентные ставки сегмента овернайт денежного рынка, в % годовых

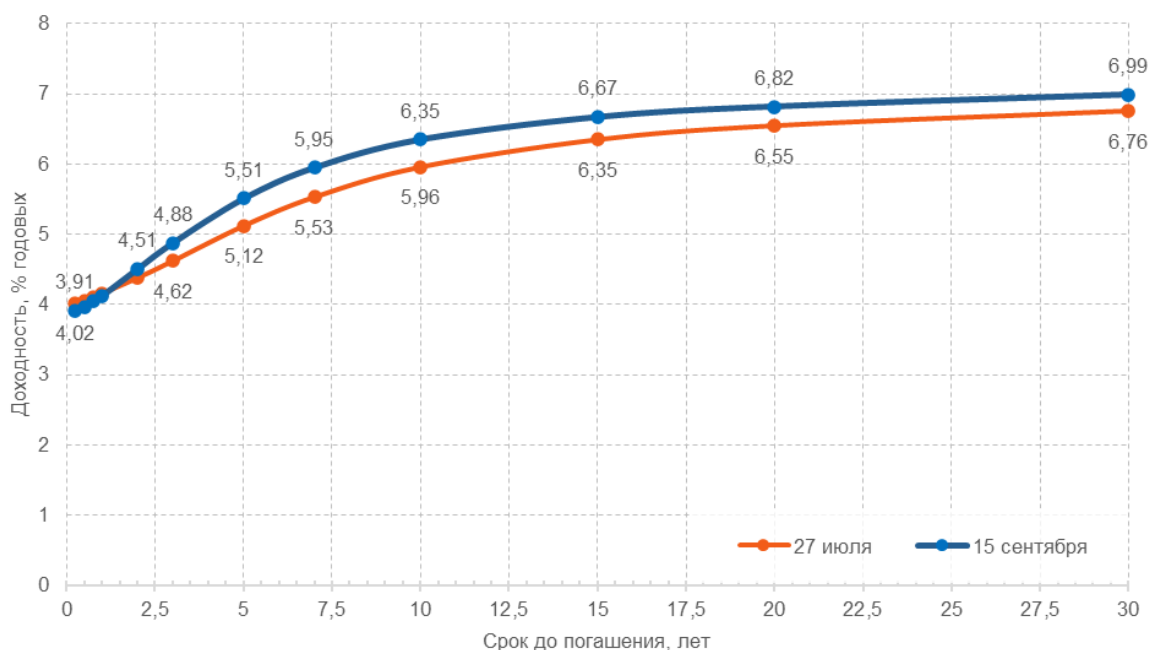
Источник: Банк России.

рост: так, по состоянию на 15 сентября доходность облигаций с погашением в течение полугода на 11 базисных пунктов выше, чем была 27 июля после снижения ключевой ставки (рис. 9).

² Rouble OverNight Index Average, отражает стоимость привлечения займа «овернайт» банком из числа топ-35 с минимальным кредитным риском.

³ Moscow InterBank Actual Credit Rate, рассчитывается по данным о фактических межбанковских кредитных сделках, совершённых банками, формирующими свыше 80% оборотов российского рынка межбанковских кредитов.

Рис. 9. Кривая бескупонной доходности ОФЗ

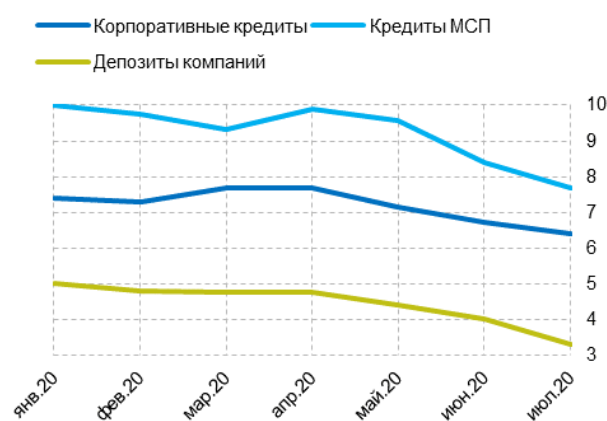


Источник: Московская биржа.

Динамика процентных ставок на кредитно-депозитном рынке в последние месяцы продолжила снижение. По состоянию на конец июля средневзвешенная ставка кредитного рынка для корпоративных заёмщиков снизилась до рекордно низких 6,4% по сравнению с 6,7% месяцем ранее (рис. 10). При этом ставка для субъектов МСП также продолжила снижаться с 9,6% в мае до 8,4% в июне и 7,7% в июле. Депозитные ставки компаний для размещения временно свободных средств достигли минимального с начала года уровня и в среднем составили 3,3%.

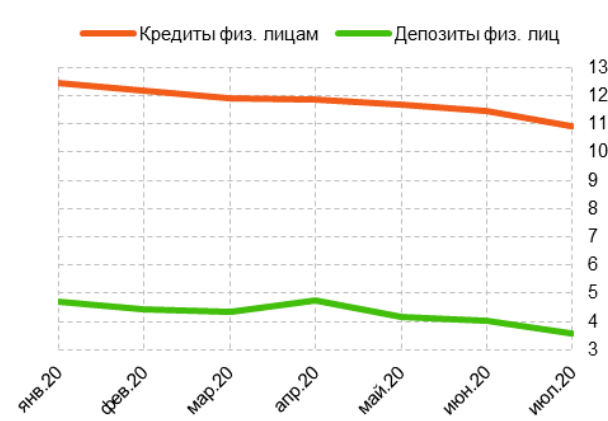
Средневзвешенная процентная ставка по кредитам физических лиц продолжила снижаться с начала года и составила 10,9% по состоянию на конец июля (рис. 11). Динамика её падения ускорилась в последний месяц на фоне восстановления экономической активности и улучшения ситуации с занятостью – если до этого она снижалась на 0,2% ежемесячно, то в июле удешевление составило 0,6%. Ставки по депозитам физических лиц снизились до исторически низкого уровня в 3,6%.

Рис. 10. Средневзвешенные ставки по кредитам и депозитам компаний, в % годовых



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

Рис. 11. Средневзвешенные ставки по кредитам и депозитам физических лиц, в % годовых



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

В условиях ускорения инфляции в августе и опасений относительно роста инфляционных ожиданий, а также неопределённости относительно геополитической ситуации и второй волны заболеваемости коронавирусом решение Центрального банка сохранить ставку на уровне в 4,25% до следующего заседания в октябре является ожидаемым. По нашему мнению, в случае реализации негативного сценария в ближайшие месяцы это позволит иметь необходимый запас мер по поддержке экономики в осенний период, не прибегая к чрезмерному смягчению монетарной политики, что может замедлить её нормализацию и создать риски роста инфляции выше таргета в 2021 году.

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
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, <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.