



Комментарии о Государстве и Бизнесе

⊕ 366

10 июня 2021 г.

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

Инфляция и монетарная политика

Нейтральность раньше срока

Сохранение повышенной ценовой динамики в мае, новые максимумы годовой инфляции и чрезмерно оптимистичные потребительские настроения – сложно подобрать аргументы, позволяющие Центральному банку оставить ключевую ставку на неизменном уровне в текущей ситуации. Разве лишь валютный рынок не создает значимых проинфляционных рисков, как, впрочем, и дезинфляционных. Сомнений в грядущем ужесточении монетарной политики на заседании Совета директоров 11 июня нет, обсуждаемым является лишь масштаб движения ставки вверх. На наш взгляд, Банк России не будет ограничиваться полумерами и достигнет середины диапазона нейтральности досрочно, что означает рост ставки на 0,5 п.п., до 5,5%. При этом опубликованные в среду данные Росстата о росте цен на первой неделе июня на 0,16% оставляют возможности и для большего повышения – например, на 0,75 п.п. Мы предполагаем такой сценарий менее вероятным, но допускаем возможность его реализации. Участники рынка ОФЗ, исходя из динамики доходностей на краткосрочные государственные облигации, по состоянию на понедельник ожидали увеличения ставки на 0,5 п.п. Текущий прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец 2021 г. скорректирован в сторону повышения и составляет 5,4–5,6%.

Инфляция

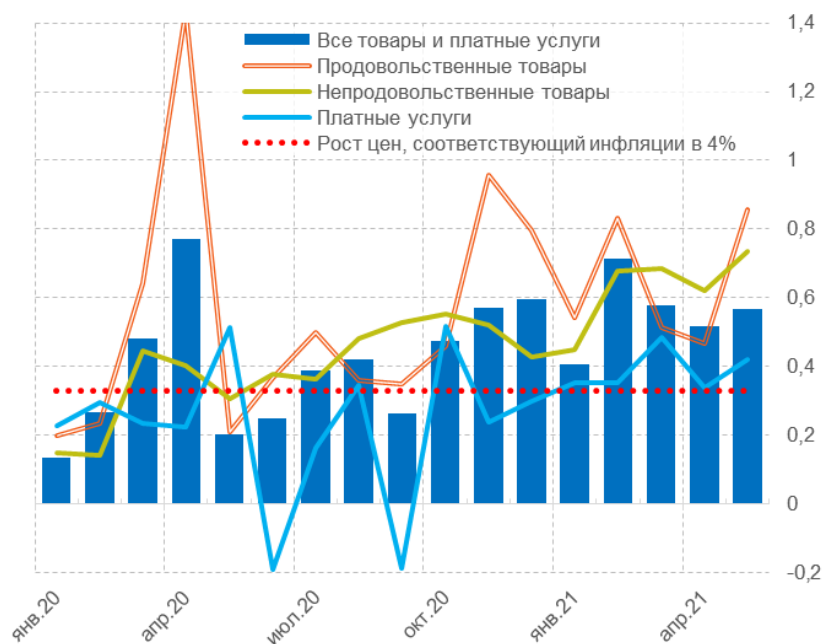
В мае 2021 г. динамика индекса потребительских цен (ИПЦ) после тенденции к замедлению на протяжении предыдущих двух месяцев снова ускорилась и составила +0,74% против +0,58% в апреле. С учетом сезонной корректировки увеличение менее значимое: 0,57% по сравнению с 0,54% в предыдущем месяце, что соответствует уровням марта текущего или ноября-декабря прошлого года. Продолжающийся рост в сочетании с невысокой базой мая 2020 г. (тогда на фоне жестких противоэпидемических ограничений динамика цен резко замедлилась после всплеска в апреле) позволил инфляции¹ достичь нового антирекорда – 6,0%, а ее накопленная за 5 месяцев величина составила 2,8%².

¹ Прирост ИПЦ за 12 месяцев.

² Цифры здесь и далее приведены с исключением сезонного фактора (кроме показателей к соответствующему периоду прошлого года).

Рост цен на продуктовую часть потребительской корзины в мае 2021 г. сильно ускорился: +0,86% против 0,47% в апреле и 0,5% в марте (рис. 1). Согласно данным Росстата, по части товарных категорий³ в лидерах удорожания по-прежнему остаются яйца (+2,2% к предыдущему месяцу), хотя динамика цен на них замедлилась более чем в 2 раза (в апреле +4,6%). На 0,6% подорожали молоко и молочная продукция, хлеб и хлебобулочные изделия, а также плоды и овощи; в пределах цели по инфляции увеличивается лишь розничная стоимость алкогольных напитков (+0,3%). Цены на сахар в мае продемонстрировали снижение на 1,6%.

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



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

Динамика в сегменте непродовольственных товаров остается стабильно высокой: за май 2021 г. они подорожали на 0,74% против 0,66% в апреле и 0,71% в марте (рис. 1). Рекордным приростом снова отметилась стоимость стройматериалов: +4,7%, за счет растущей популярности индивидуального жилищного строительства (ИЖС) и длинных выходных в начале месяца. Значительно возросли цены на табачные изделия (+1,9%), отыгрывая повышение акцизов, телерадиотовары подорожали на 1,3%, чуть меньше выросла стоимость моющих и чистящих средств (+0,7%). Умеренная динамика была отмечена на автомобильный бензин (благодаря достигнутым соглашениям с нефтяниками по изменению индикативной цены в формуле обратного акциза) и электробытовые приборы (+0,4%), а также предметы одежды и обуви (+0,1–0,3%).

Стоимость платных услуг в последний месяц весны прибавила 0,42% по сравнению с 0,35% в апреле. Наибольшие темпы роста цен (+6,1%) отмечались на услуги гостиниц и прочих мест проживания по причине приостановки полетов на турецком направлении, пользовавшемся высокой популярностью для бюджетного отдыха и переориентации спроса на российские курорты; по той же причине, вероятно, увеличилась и стоимость санаторно-оздоровительных услуг (+1,3%). При этом транспорт в целом по стране стал дешевле на 0,4%. Среди других категорий на 0,7% возросли цены на платную медицину и посещение организаций культуры; на 0,5% подорожали образование и услуги быта. Стоимость связи осталась неизменной, услуги дошкольного образования, наряду с жилищными и коммунальными, дорожали умеренно (+0,3%).

³ Данные по всем товарным категориям обычно публикуются Росстатом с задержкой.

Прирост базового ИПЦ по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ в мае 2021 г. ускорился и составил 0,76% против 0,53% в апреле, что указывает на сохранение инфляционного давления в экономике, несколько замаскированного динамикой цен на товары и услуги, которые сильно зависят от административного и погодного фактора (табл. 1). Аналогичный индекс, рассчитываемый Росстатом, подтверждает данные опасения: 0,79% по сравнению с 0,6% в предыдущем месяце.

Таблица 1. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ, в %

	2020								2021					
	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн*
<i>% к предыдущему месяцу</i>														
Все товары и услуги	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	0,6
продовольственные товары	0,2	0,2	-0,1	-0,8	-0,4	0,6	1,3	1,5	1,0	1,2	0,8	0,7	1,0	н/д
непродовольственные товары	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	н/д
платные услуги	0,5	0,1	1,0	0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	н/д
<i>% к предыдущему месяцу, с корректировкой на сезонность</i>														
Все товары и услуги	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,4	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6
продовольственные товары	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,5	0,9	0,8	0,6	0,8	0,5	0,5	0,9	н/д
непродовольственные товары	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	н/д
платные услуги	0,5	-0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	н/д
<i>% к соответствующему месяцу предыдущего года</i>														
Все товары и услуги	3,0	3,2	3,4	3,6	3,7	4,0	4,4	4,9	5,2	5,7	5,8	5,5	6,0	6,4
продовольственные товары	3,3	3,9	4,2	4,3	4,4	4,8	5,8	6,7	7,0	7,7	7,6	6,5	7,4	н/д
непродовольственные товары	2,8	3,0	3,1	3,4	3,8	4,2	4,5	4,8	5,1	5,7	5,9	6,2	6,7	н/д
платные услуги	2,9	2,5	2,5	2,7	2,5	2,6	2,5	2,7	2,8	2,9	3,2	3,3	3,3	н/д
Базовый ИПЦ (ЦР ВШЭ), г/г	3,0	3,1	3,2	3,3	3,6	4,1	4,5	4,8	5,1	5,6	5,9	5,9	6,4	н/д
Базовый ИПЦ (ЦР ВШЭ), м/м, сез. скорр.	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,8	0,6	0,8	н/д

* Данные за июнь 2021 г. — оценки на основе недельных данных Росстата.

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

По нашим оценкам, учитывающим опубликованные данные за первую неделю июня, динамика ИПЦ в июне 2021 г. останется на высоком уровне и может составить до +0,8% после учета сезонности. В продовольственном сегменте рост цен должен несколько стабилизироваться за счет восстановления производства яиц и мяса птицы после действовавших ранее факторов эпидемического характера, однако высокие цены на зерно, делающие выгодным его экспорт даже в условиях плавающей пошлины, могут повысить стоимость кормовой базы для производителей; перспективы же развития ценовой динамики на прочие товарные категории в этой группе пока не ясны.

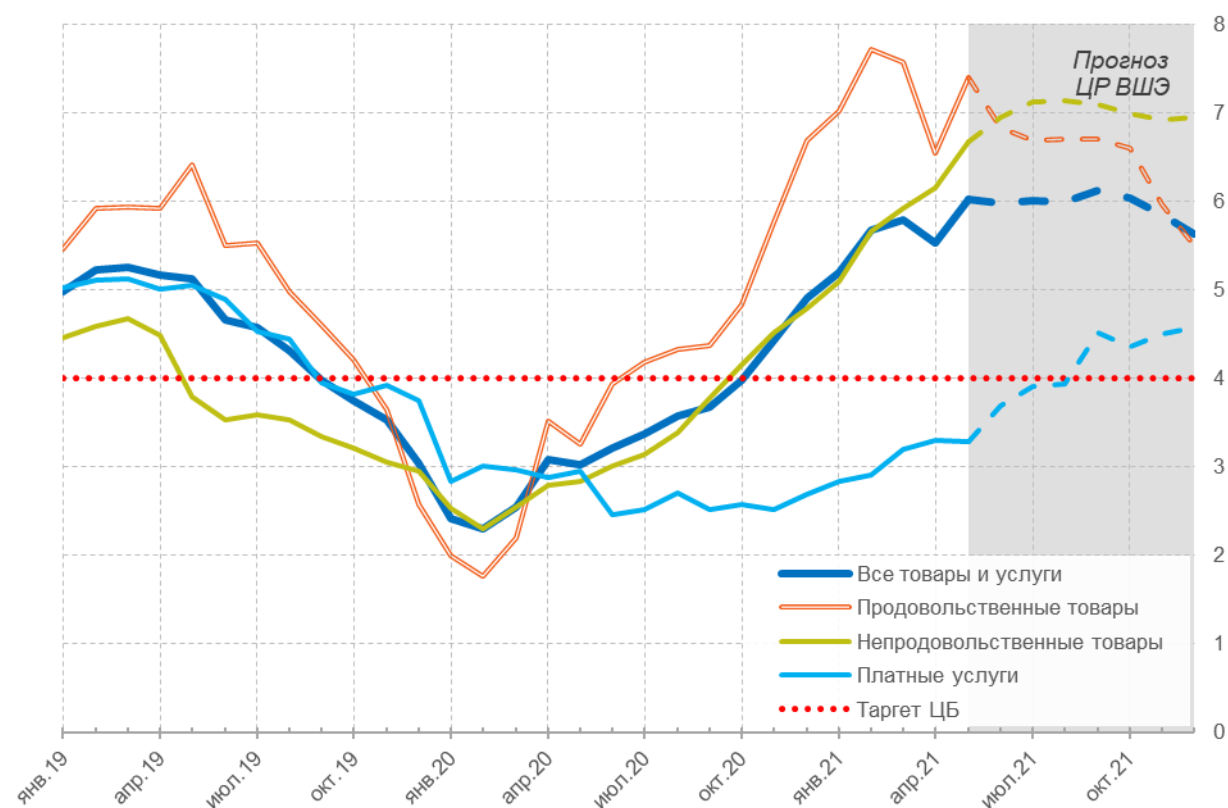
Стоимость непродовольственной составляющей потребительской корзины в ближайшее время, вероятнее всего, также сохранит текущие темпы роста, учитывая значительное улучшение оценок благоприятности времени для крупных покупок⁴, стимулируемое ожиданиями роста стоимости кредитов в ближайшее время. Охлаждающее влияние жесткой монетарной политики, по нашему мнению, проявит себя позже — в конце третьего — начале четвертого квартала 2021 г.

⁴ Аналитический отчет ООО «инФОМ» по заказу Банка России (май 2021 г.).

В сегменте услуг инфляционная динамика продолжит плавный рост в летние месяцы и будет связана главным образом со сферой туризма и доступностью популярных направлений для вылета на отдых. Другим важным событием станет индексация тарифов ЖКХ в июле в соответствии с прошлогодней инфляцией (4,9%). Влияние изменений в монетарной политике в данной группе, также как и на непродовольственные товары, реализуется отложенным образом, вероятно, лишь в четвертом квартале.

В целом охлаждение потребительского спроса займет более продолжительное время и потребует существенного ужесточения политики со стороны Центрального банка, включая ряд макропруденциальных методов, направленных на розничное кредитование. На настоящий момент мы прогнозируем величину инфляции по состоянию на конец декабря на уровне в 5,4–5,6% (рис. 2).

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



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

Инфляционные ожидания населения

После резкого роста на 1,8 п.п. в апреле 2021 г. показатели, характеризующие ценовые настроения граждан, в мае продемонстрировали разнонаправленные тенденции. Медианное значение наблюдаемой за прошедшие 12 месяцев инфляции увеличилось еще на 0,3 п.п. и составило 14,8%, в то время как аналогичная оценка динамики на ближайшие 12 месяцев снизилась на 0,6 п.п., до 11,3% (рис. 3)⁵. По-прежнему основными товарами, на которые наиболее часто отмечается сильный рост цен, остаются продовольственные, а именно яйца, мясо и птица, а также растительное масло. Среди иных категорий

⁵ Значения показателей в апреле-июле 2020 года недоступны в связи с отказом от проведения интервью с респондентами в личном формате и несопоставимости данных, полученных в результате телефонных опросов.

респонденты выделяют цены на бензин и тарифы на услуги ЖКХ – частота их упоминания в этом контексте с начала года лишь увеличивается.

При этом в целом граждане остаются оптимистами: доли тех, кто считает, что в следующие 12 месяцев цены будут расти также как и сейчас или даже сильнее, достаточно стабильны и находятся на более низком уровне чем в третьем-четвертом квартале 2020 г. Оценки перспектив развития страны и изменения личного материального положения на ближайший год, напротив, находятся на максимумах с начала пандемии, по-видимому, за счет улучшения ситуации с безработицей – о ее сокращении заявили 2/3 от общего числа опрошенных. Подобная уверенность трансформируется в улучшение мнений о благоприятности времени для крупных покупок: доля тех, кто считает, что свободные деньги лучше сберегать, напротив, опустилась до минимума за 3 года и составила 50%.

В ближайшее время несмотря на слабое восстановление реальных доходов граждан мы ожидаем сохранения текущего уровня потребительской активности преимущественно за счет кредитных средств. Дополнительный стимул для этого будут оказывать ожидания роста процентных ставок на фоне ужесточения монетарной политики. Ценовые настроения в данном случае, вероятно, останутся вблизи текущих уровней без существенного снижения.

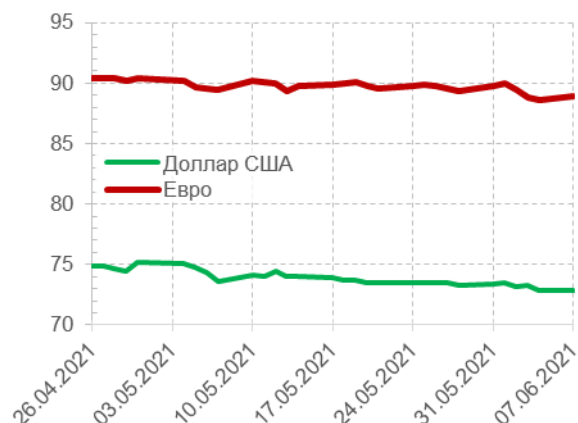
Валютный курс

Ситуация на валютном рынке с момента последнего решения Центробанка по ключевой ставке остается благоприятной для российского рубля: курс доллара на Московской бирже снизился с 75 до 73 руб., курс евро изменился менее значительно: с 90 до 89 руб. (рис. 4). Причиной этого стало снижение геополитической напряженности в преддверии встречи глав государств России и США, а также улучшение ситуации на рынке нефти на фоне динамичного восстановления мировой экономики. Недавнее заявление об отказе Министерства финансов от размещения средств ФНБ в американской валюте, а также возможной ребалансировке золотовалютных резервов страны со стороны ЦБ не окажет прямого влияния на курс, поскольку доля доллара будет перераспределена в пользу золота и других мировых валют – конверсия данных активов в рубли регуляторами не предполагается. В целом в настоящий момент ситуация на валютном рынке не создает каких-либо внешних эффектов для инфляции и монетарной политики Банка России, в связи с чем ее влияние на предстоящее решение будет минимальным.

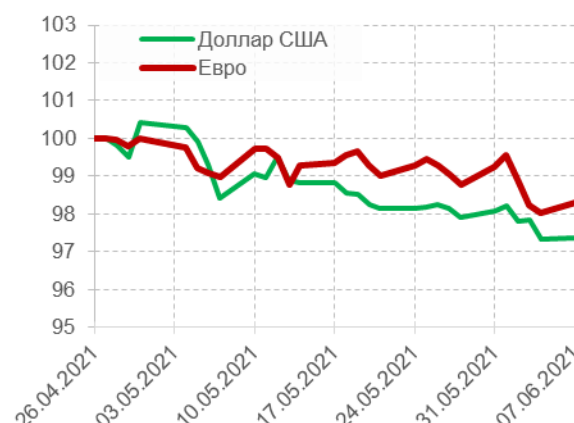
Рис. 3. Представления населения об инфляции и индикаторы роста цен, в %



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

Рис. 4. Курсы доллара и евро, руб./ед. валюты

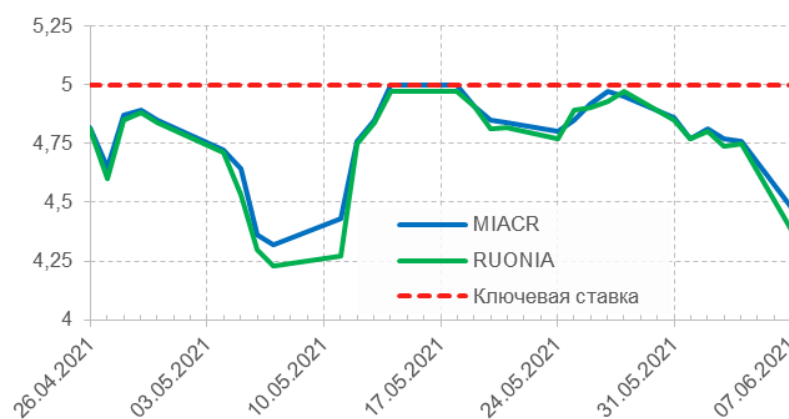
Источник: Московская биржа.

Рис. 5. Динамика курсов доллара и евро (100 = 26.04.2021), в %

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

Денежно-кредитные условия и монетарная политика

Процентные ставки на денежном рынке в период с последнего заседания Совета директоров Банка России большую часть времени оставались ниже ключевой ставки. В его начале индикаторы RUONIA⁶ и MIACR⁷ на межбанковском рынке кредитов овернайт оставались в диапазоне 4,6–4,8% (рис. 6), резко снизившись затем до уровней в 4,2–4,4% во второй половине майских праздников, за которым последовал новый разгон до 5,0% с последующей стабилизацией в районе 4,8–4,9%. На первой неделе июня ставки снова падали до 4,4–4,5%, что, согласно комментариям участников рынка, было обусловлено окончанием периода усреднения и снижением спроса на остатки на корсчетах, что является временным фактором. Доходности ОФЗ в тот же период на коротких сроках (до 3-х лет) возросли на 41–60 базисных пунктов, в то время как для средних и длинных выпусков повышение было весьма умеренным: 14–26 б.п. (рис. 7). На наш взгляд, подобная динамика свидетельствует о наличии ожиданий повышения ключевой ставки минимум на 0,5 п.п. у участников рынка суверенных бондов при сохранении положительной оценки динамики экономики РФ, в то время как настроения игроков на денежном рынке оказываются неясными из-за воздействия частных факторов.

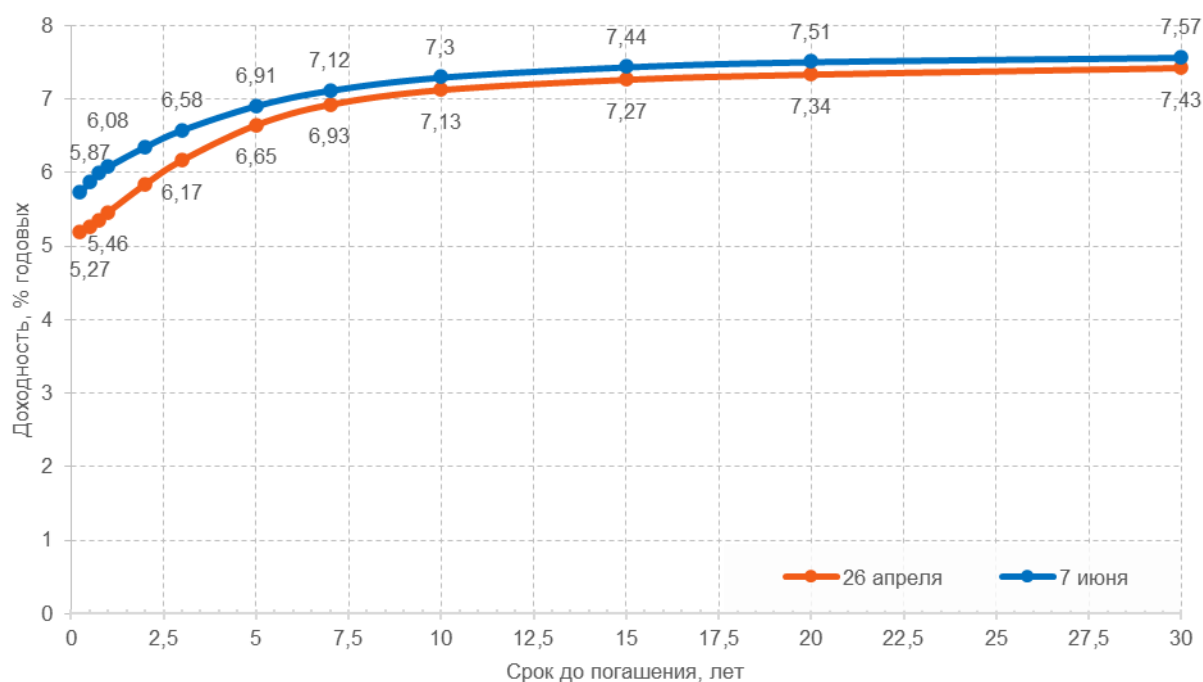
Рис. 6. Процентные ставки сегмента овернайт денежного рынка, в % годовых

Источник: Банк России, СРО НФА.

⁶ Rouble OverNight Index Average, отражает стоимость привлечения займа «овернайт» банком из числа топ-35 с минимальным кредитным риском.

⁷ Moscow InterBank Actual Credit Rate, рассчитывается по данным о фактических межбанковских кредитных сделках, совершенных банками, формирующими свыше 80% оборотов российского рынка межбанковских кредитов.

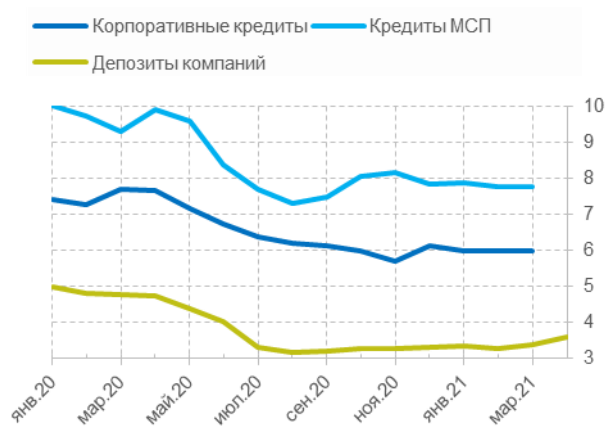
Рис. 7. Кривая бескупонной доходности ОФЗ



Источник: Московская биржа.

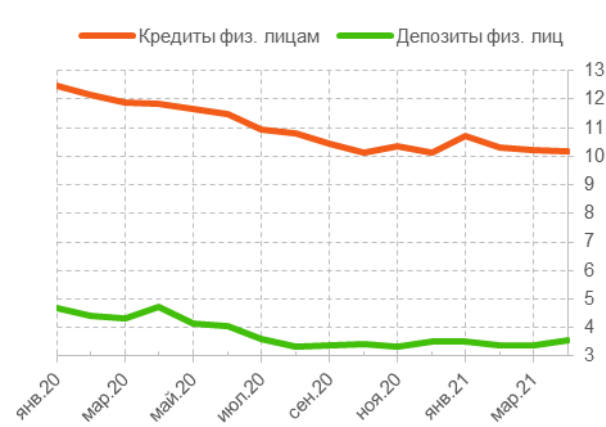
На кредитно-депозитном рынке ставки демонстрируют разнонаправленные тенденции. Согласно последним доступным данным, на конец марта 2021 г. средневзвешенная ставка для крупных корпоративных заемщиков в российской валюте остается неизменной по сравнению с началом года и составляет около 6,0%, стоимость заимствований для малых и средних предприятий (МСП) также стабильна вблизи 7,8% (рис. 8). Тем не менее ставки по депозитам для размещения временно свободных средств компаний в апреле впервые вышли из диапазона 3,3–3,4%, наблюдавшегося в начале года и выросли до 3,6%. Вероятно, банки (особенно крупные) будут стремиться поддерживать темпы роста корпоративного портфеля, ограничивая перенос возросшей стоимости фондирования в цену кредитов.

Рис. 8. Средневзвешенные ставки по кредитам и депозитам компаний, в % годовых



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

Рис. 9. Средневзвешенные ставки по кредитам и депозитам физических лиц, в % годовых



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

В сегменте физических лиц по данным на конец апреля 2021 г. наблюдалась схожая ситуация: на волне активного потребительского спроса и высоких выдач новых займов средневзвешенная стоимость рублевых кредитов даже снизилась по сравнению с началом года до 10,17% (10,71% в январе, рис. 9), в то время как предложения банков по депозитам, следуя за трендом повышения ключевой ставки, выросли до 3,6%.

Мы полагаем, что на заседании Совета директоров Банка России 11 июня будет принято решение о повышении ключевой ставки до 5,5% с сигналом о намерении продолжить цикл ужесточения политики на следующем заседании 23 июля. Динамика сезонно скорректированных цен как в целом, так и по всем трем товарным группам не демонстрирует тенденций к замедлению, прирост индикаторов базового ИПЦ существенно ускорился по сравнению с прошлым месяцем, а годовая инфляция покоряет новые максимумы. Ожидания населения в данных условиях рискуют закрепиться на повышенных уровнях, более чем в 1,5 раза превышающих допандемические значения. При этом усилившаяся ориентация граждан на текущее потребление (в значительной степени за счет кредитных средств) в сочетании с ограниченными возможностями зарубежных поездок позволяет производить активный перенос возросших издержек производителей в цены на потребительском рынке и лишь традиционный фактор в виде курсовой динамики на настоящий момент выглядит нейтральным по отношению к инфляции. В данных условиях достижение верхней границы нейтрального диапазона ключевой ставки, по нашему мнению, вполне может произойти до начала четвертого квартала 2021 г., при этом в сфере макропруденциальной политики также можно ожидать решений, направленных на охлаждение розничного кредитования.

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, <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 2021 г.