



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

375

22 июля 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

### Настигая цены

*За прошедший месяц с момента последнего решения Банка России по ключевой ставке ситуация практически не изменилась. Прирост цен как в целом, так и по сегментам и базовым компонентам остается стабильно высоким, годовая инфляция обновляет максимумы, потребительские настроения сохраняются на высоком уровне. Учитывая предыдущий сигнал, сомнений в продолжении ужесточения монетарной политики на заседании Совета директоров 23 июля нет. Важным аспектом при этом становится пересмотр краткосрочного диапазона нейтральных ставок вверх аналитиками ЦБ РФ – текущее значение ключевой ставки в этих условиях относится к мягкой политике. На наш взгляд, Банк России изменит ставку таким образом, чтобы снова оказаться в середине диапазона нейтральности 6–7%, что означает рост ставки на 1,0 п.п., до 6,5%. При этом возможен и ускоренный переход ближе к жесткой политике с повышением ставки на 1,5 п.п., однако учитывая динамику цен в последние две недели и желание регулятора дать экономическим агентам время для подстройки, нам это представляется менее вероятным. Участники денежного и облигационного рынков, исходя из динамики процентных ставок и доходностей на краткосрочные государственные облигации, по состоянию на понедельник ожидали увеличения ставки на 0,5 п.п. Важно отметить, что продолжающееся инфляционное ралли в значительной степени также обусловлено факторами роста издержек в производственных и логистических цепочках компаний, на которые монетарная политика имеет лишь опосредованное влияние, в связи с чем резкой дезинфляции в III–IV кварталах не произойдет. Текущий прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец декабря допускает возможность выхода за пределы 6% при пиках в августе–сентябре на уровне 7%.*

### Инфляция

Темп роста индекса потребительских цен (ИПЦ) в июне 2021 г. сохранился на высоком уровне, сопоставимом с показателем предыдущего месяца: +0,69% по сравнению с +0,74% в мае. Вместе с тем сезонно скорректированный показатель, составивший +0,78%<sup>1</sup>, позволяет говорить о максимальной динамике за 14 месяцев с начала эпидемии (рис. 1) – практически

<sup>1</sup> Цифры далее также приведены с исключением сезонного фактора (кроме показателей к соответствующему периоду прошлого года).

аналогичный (+0,79%) темп роста цен на товары и услуги был зафиксирован в первый месяц карантина (апрель) в 2020 г. на волне ажиотажного спроса на продовольственные товары. Базовый ИПЦ, рассчитываемый по обновленной методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ<sup>2</sup>, также продемонстрировал прирост в 0,79%, что является вторым по величине значением с апреля 2015 г.; при этом максимум (+0,80%) был достигнут в марте текущего года, а динамика базовых компонентов продолжает превышать условную норму в 0,33%<sup>3</sup> в 2–2,5 раза, начиная с февраля (табл. 1). Рост цен в сочетании с остающейся невысокой базой прошлого года позволил инфляции<sup>4</sup> в очередной раз обновить антирекорд – 6,5%<sup>5</sup>, в то время как накопленный с начала года прирост цен составил 3,6% (в 1,7 раза больше по сравнению с июнем 2020 г.).

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



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

Динамика стоимости продуктовой составляющей потребительской корзины в июне 2021 г. продолжила ускоряться: +0,97% против +0,79%<sup>6</sup> в мае и +0,52% в апреле (рис. 1). Прирост индекса цен на базовые продовольственные товары по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ<sup>7</sup> также остался на высоком уровне: +0,75% в июне по сравнению с +0,82% в предыдущем месяце; такие темпы показатель демонстрирует начиная с февраля текущего года. Лидером подорожания стала плодоовощная продукция (+4,8%), переставшая дешеветь с мая за счет раннего истощения запасов отечественной продукции на фоне неурожая отдельных культур в 2020 г. и роста замещающих импортных поставок. Высокий темп роста также был отмечен на сахар (+1,6%), однако это объясняется особенностями учета сезонности: в последние несколько лет в июне цены на него снижались, в то время как в этом году они остались практически неизменными на фоне продления соглашения об их заморозке в рознице. Повышенной динамикой продолжили характеризоваться наиболее затратные для потребителя сегменты мясной и рыбной продукции, а также масла и жиров: в июне прирост цен в них составил 0,9, 1,2 и 0,8% соответственно. Сегмент молока и

<sup>2</sup> Исключает из расчета цены товары и услуги, сильно зависящие от погодного, сезонного и административного факторов.

<sup>3</sup> Соответствует годовой инфляции в 4%.

<sup>4</sup> Прирост ИПЦ за 12 месяцев.

<sup>5</sup> Согласно оперативным данным Росстата по состоянию на 15 июля показатель увеличился до 6,6%.

<sup>6</sup> Значения показателей за прошедшие периоды могут незначительно отличаться от опубликованных ранее в связи с уточнением параметров сезонной волны.

<sup>7</sup> Исключает наиболее волатильные (плодоовощная продукция, яйца и др.) и административно регулируемые (сахар, алкогольные напитки) составляющие продовольственной корзины.

молочной продукции, демонстрировавший сравнительно низкие темпы удорожания на протяжении полутора лет, также перешел к росту: в июне стоимость товаров в этой категории увеличилась на 0,7% (против +0,6% в мае и 0,2–0,4% в месяц до этого).

Согласно отраслевым опросам, общей причиной продолжающегося инфляционного ралли становятся накопленные производителями издержки, зачастую относящиеся к сопутствующим товарам. Так, например, стоимость упаковочных материалов (тарного картона) выросла на 46% с начала года (без учета сезонности), чего не наблюдалось прежде. При этом административное регулирование цен на подсолнечное масло в рознице отражается на его закупочной стоимости в оптовом сегменте (+6,4% за месяц, +36% с начала года, без учета сезонности), в том числе для производителей хлебобулочных и кондитерских изделий (их продукция в июне подорожала на 0,6 и 0,9% соответственно). Единственным продуктом, подешевевшим с учетом сезонности за прошедший месяц, стали яйца (-5,4%): сказалось восстановление производства на птицефабриках после эпидемических шоков в первом полугодии. Остальные товары (чай, кофе, какао, алкогольные напитки и сыр) в июне дорожали умеренно – на 0,1–0,3%. Перспективы снижения в целом продовольственной инфляции видятся весьма призрачными, несмотря на начало сбора нового урожая в ближайшие месяцы: даже в случае двукратного замедления приростов с текущих значений в августе-сентябре и их дальнейшего снижения к концу года она, по нашим прогнозам, составит более 7% по итогам декабря (рис. 2).

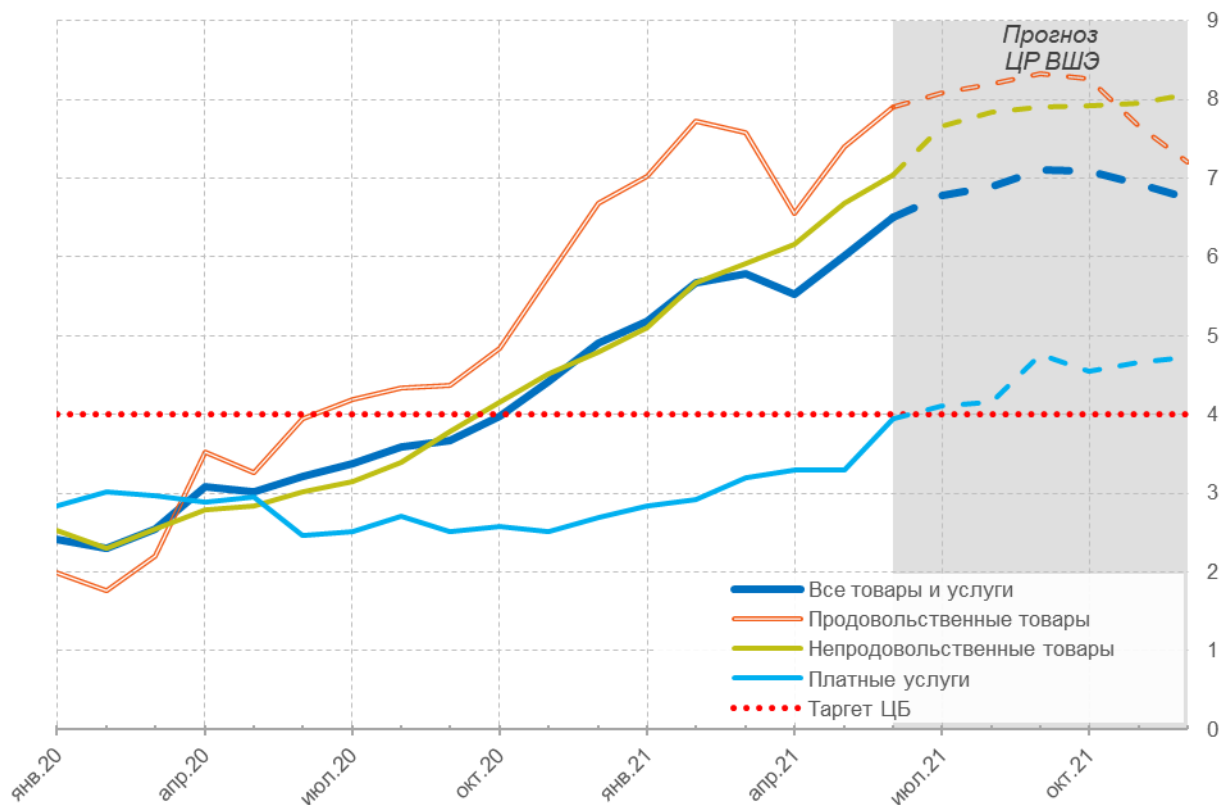
**Таблица 1. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ, в %**

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

\* Данные за июль 2021 г. – оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе недельных данных Росстата.

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

Рис. 2. Динамика инфляции (фактические значения и прогноз «Центра развития»), в %



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

В сегменте непродовольственных товаров высокая месячная динамика (+0,7% за июнь 2021 г., рис. 1) сохраняется начиная с февраля, главным образом благодаря пяти категориям. При росте цен за месяц на остальные товары в диапазоне 0,1–0,3% или даже незначительном их удешевлении стоимость строительных материалов снова ставит антирекорды (+6,5% за июнь против +4,7% в мае); табачные изделия продолжают дорожать темпами близкими к 2% (+1,8% за июнь по сравнению с +2,0% в мае); легковые автомобили и мебель стабильно прибавляют в цене около 1% в месяц (+1,1% на обе категории в июне при росте на 1,2 и 0,9% в мае); динамика цен на моющие и чистящие средства ускоряется на 0,1 п.п. каждый месяц с начала года (+0,8% в июне против +0,7% в мае и +0,6% в апреле).

Прирост индекса базовых непродовольственных товаров по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ<sup>8</sup> остается на уровне 0,81% второй месяц, прекратив ускорение, наблюдавшееся с начала года. Перспективы дальнейшего роста цен в сегменте будут зависеть от ситуации на упомянутых рынках стройматериалов, мебели и автомобилей. По нашим предположениям, наиболее быстрого восстановления баланса спроса и предложения можно ожидать в отношении последних: усилия автопроизводителей по насыщению рынка в сочетании с ростом ставок по автокредитам приведут к существенному замедлению динамики к концу декабря. Фактором стабилизации для рынка мебели, на наш взгляд, уже стало завершение с 1 июля 2021 г. действия программы льготной ипотеки в изначальном виде, ближе к концу года влияние должно оказать также увеличение стоимости заимствований. Наиболее сложная ситуация сохранится в категории стройматериалов, где

<sup>8</sup> Исключает сезонные (зимняя одежда и обувь) и административно регулируемые (табачные изделия, топливо, лекарства из списка ЖНЛВП) составляющие.

ценовое давление наблюдается на всех уровнях производственной цепочки. Учитывая высокую сезонность индивидуального жилищного строительства, мы ожидаем замедления динамики на данном рынке лишь в IV квартале. В целом же рост цен на непродовольственные товары, по нашим прогнозам, должен составить 7,5–8% по итогам декабря (рис. 2).

Стоимость платных услуг в июне 2021 г. увеличилась на 0,42% по сравнению с 0,46% в мае – главным образом за счет услуг ЖКХ, динамика которых продолжает ускоряться с начала года (+0,62% против +0,54% в предыдущем месяце). Другим существенным фактором стало подорожание туризма, относящееся к «прочим услугам» в классификаторе расходов: цена поездки в Турцию за июнь выросла на 39%, в целом же по категории увеличение цен составило 1,14% (+0,32% в предыдущем месяце). Стоимость услуг санаториев также прибавила 2,91%, бытовые, медицинские и образовательные услуги стали дороже на 0,44%, дошкольное воспитание – на 0,39%, культурные учреждения – на 0,34%; стоимость транспорта и связи осталась практически неизменной. В то же время индекс базовых услуг по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ<sup>9</sup> прибавил 0,79% по сравнению с 0,56% ранее, что свидетельствует о еще большем нарастании инфляционного давления в сегменте. При этом расширение возможностей внешнего туризма фактически перераспределит инфляционную динамику между компонентами ИПЦ от главным образом непродовольственных товаров к услугам, хотя и не в соотношении «один к одному». В этих условиях мы ожидаем продолжения роста цен на них с выходом на 4,7% год к году по итогам декабря (сейчас показатель находится на уровне в 4,0%, рис. 2).

В целом же, в условиях данной динамики компонентов ИПЦ, итоговый показатель инфляции по итогам года может оказаться выше 6,0%, в отличие от того, что мы прогнозировали ранее (5,5%). Влияние ужесточения монетарной политики в этих условиях станет выраженным лишь в конце IV квартала 2021 – 1-й половине 2022 гг., а замедление инфляции произойдет начиная с октября текущего года после прохождения пиков в августе-сентябре, которые могут превысить 7%.

### **Инфляционные ожидания населения**

В июне 2021 г. показатели, характеризующие ценовые настроения граждан, снова ухудшились, хотя и незначительно. Медианное значение наблюдаемой за предыдущие 12 месяцев инфляции увеличилось на 0,1 п.п. и составило 14,9%<sup>10</sup>, при этом среди респондентов со сбережениями показатель снизился на 0,3 п.п., до 12,1%, а в подгруппе без сбережений, наоборот, увеличился на 0,9 п.п., до 16,9%. Ожидания инфляционной динамики на ближайшие 12 месяцев в целом возросли на 0,7 п.п., до 11,9% (рис. 3)<sup>11</sup>, причем у имеющих сбережения они также снизились на 0,5 п.п., до 9,7%, а у участников без них – увеличились на 1,1 п.п., до 12,9%.

По-прежнему основными товарами, на которые наиболее часто отмечается сильный рост цен, остаются продовольственные, причем первое место в списке заняли яйца, которые в июне существенно подешевели как в обычном, так и в сезонно скорректированном выражении; причиной этого, по-видимому, является инерционность ожиданий. Среди

<sup>9</sup> Исключает административно регулируемые (ЖКХ, транспорт, образование, связь) составляющие.

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

<sup>11</sup> Значения показателей в апреле-июле 2020 г. недоступны в связи с отказом от проведения интервью с респондентами в личном формате и неспособностью данных, полученных в результате телефонных опросов.



остальных продуктовых категорий чаще других упоминается мясо и птица, растительное масло, молоко и молочная продукция; из непродуктовых категорий и услуг – лекарства, бензин и тарифы ЖКХ.

Оптимизм относительно будущей инфляции продолжает сохраняться: доли тех, кто считает, что в следующие 12 месяцев цены будут расти так же, как и сейчас или даже сильнее, стабильны и находятся на более низком уровне, чем в III–IV кварталах прошлого года. Оценки перспектив развития страны на ближайший год по-прежнему не изменились и находятся на максимумах с начала пандемии, в то время как ожидания изменения личного материального положения немного снизились. Несмотря на это, благоприятность настоящего времени для крупных покупок продолжила оцениваться на высоком уровне.

В ближайшее время, несмотря на слабое восстановление реальных доходов, уровень потребительской активности граждан вряд ли претерпит существенные изменения. Вместе с тем рост процентных ставок на фоне ужесточения монетарной политики может начать разворачивать настроения в сторону сберегательных – за счет снижения активности на кредитном рынке. Инфляционные ожидания в ближайшее время, скорее всего, останутся вблизи текущих уровней.

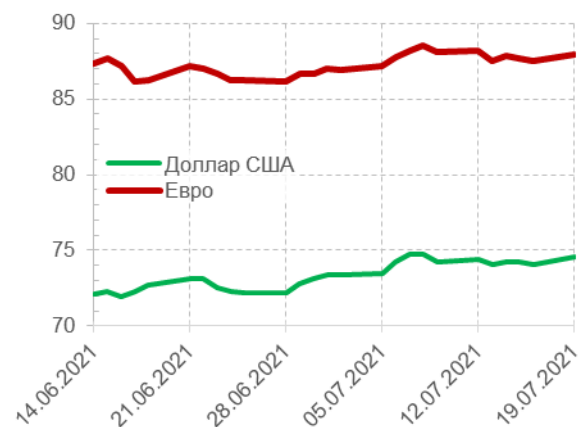
### Валютный курс

С момента последнего решения Центробанка по ключевой ставке российский рубль немного подешевел относительно основных мировых валют: курс доллара на Московской бирже возрос с 72 до 74 руб.; курс евро – с 87 до 88 руб. (рис. 4). Снижение геополитической напряженности после встречи глав государств России и США оказалось нивелировано новым пакетом санкций; в конце периода влияние на валютный рынок также оказали новости, связанные с переговорами о продлении сделки в формате ОПЕК+. До начала нормализации денежно-кредитной политики центральными банками крупнейших экономик мира и последующего оттока капитала с развивающихся рынков ситуация на валютном рынке выглядит стабильной и не создает внешних эффектов для инфляции и монетарной политики Банка России, в связи с чем ее влияние на предстоящее решение продолжит оставаться минимальным.

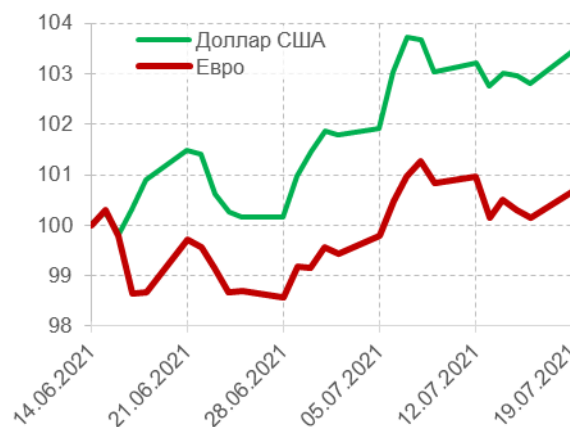
**Рис. 3. Представления населения об инфляции и индикаторы роста цен, в % годовых**



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.

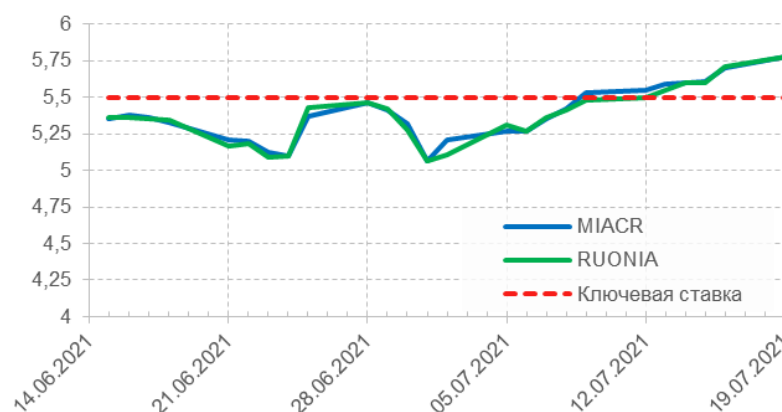
**Рис. 5. Динамика курсов доллара и евро (100 = 14.06.2021), в %**

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, однако в конце перешли к росту. Во второй половине июня и начале июля 2021 г. индикаторы RUONIA<sup>12</sup> и MIACR<sup>13</sup> на межбанковском рынке кредитов овернайт колебались в диапазоне 5,1–5,4% (рис. 6), перейдя к тренду на повышение после

первой недели текущего месяца. По состоянию на понедельник 19 июля их значения выросли до 5,78%, что, учитывая предыдущий спред между ставками, отражает ожидания повышения ключевой ставки на 50 б.п., до 6,0%. Доходности ОФЗ в тот же период на коротких сроках (до 3-х лет) возросли на 31–44 базисных пунктов, в то время как для средних длинных выпусков остались практически на неизменном уровне, а для высоких – снизились на 5–16 б.п. (рис. 7). На наш взгляд, это также свидетельствует о наличии ожиданий повышения ключевой ставки на 0,5 п.п. у участников рынка суверенных бондов при улучшении оценок динамики экономики РФ в перспективе.

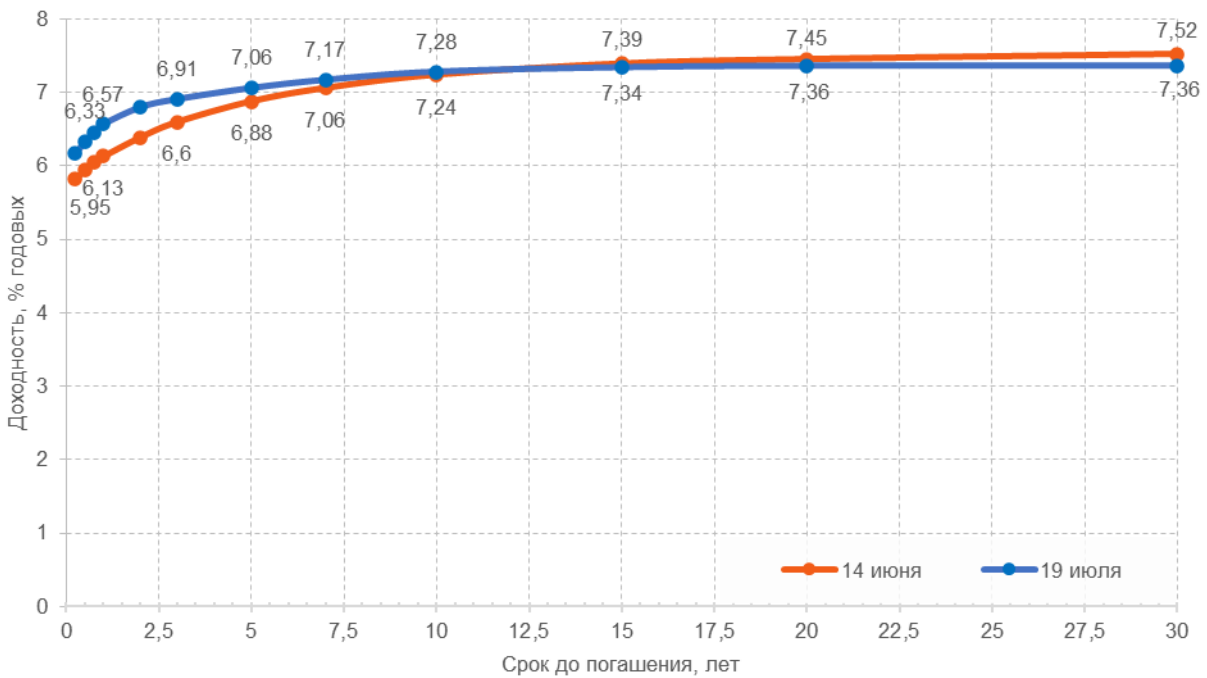
**Рис. 6. Процентные ставки сегмента овернайт денежного рынка, в % годовых**

Источник: Банк России, СРО НФА.

<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.

Рис. 7. Кривая бескупонной доходности ОФЗ

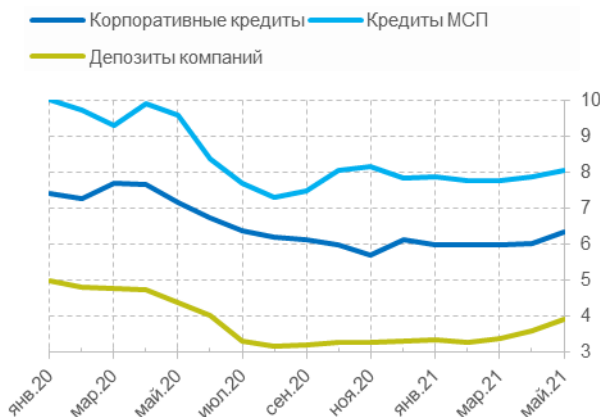


Источник: Московская биржа.

Ставки на кредитно-депозитном рынке за единственным исключением перешли к фазе повышения. Согласно последним доступным данным, на конец мая средневзвешенная стоимость заимствований для крупных корпоративных заемщиков в российской валюте выросла до 6,3%, ставка для малых и средних предприятий (МСП) также увеличилась и составила 8,1% (рис. 8). Проценты по депозитам для размещения временно свободных средств компаний возросли до 3,9%. Таким образом, в корпоративном сегменте повышение ключевой ставки в апреле на 50 б.п. привело к росту рыночных ставок на 30 б.п.

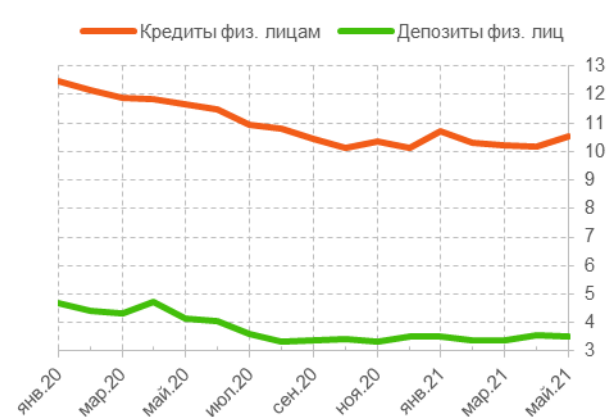
В сегменте физических лиц средневзвешенная стоимость рублевых кредитов выросла чуть больше – на 35 б.п., до 10,52%; при этом предложения банков по депозитам, наоборот, в среднем снизились до 3,5%.

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.



Мы полагаем, что на заседании Совета директоров Банка России 23 июля 2021 г. будет принято решение о повышении ключевой ставки на 100 базисных пунктов – до 6,5% – с более слабым сигналом о возможности дальнейшего повышения на ближайшем заседании 10 сентября. Динамика сезонно скорректированных цен – как в целом, так и по товарным группам – по-прежнему не демонстрирует тенденций к замедлению, прирост индикаторов базового ИПЦ остается неизменным или даже повышается (в нерегулируемых услугах), годовая инфляция продолжает расти. Ожидания населения снова оказываются на повышенных уровнях, где рискуют закрепиться на продолжительное время. Ориентация граждан на текущее потребление остается неизменной, а рост ставок на кредитно-депозитном рынке, вероятно, пока недостаточен для активизации сберегательных настроений. В этих условиях диапазон краткосрочных нейтральных ставок, очевидно, находится выше действующих оценок в 5–6%, на что указывают и сами аналитики Центробанка<sup>14</sup>. Учитывая это, даже повышение ставки на 1 п.п. фактически будет означать лишь переход к нейтральной политике. Тем не менее важно отметить, что эффект от принятого решения на рост цен в ближайшие месяцы будет очень ограниченным: текущая инфляционная история в значительной степени обусловлена факторами повышения издержек на всей производственной и логистической цепочке (т.е. со стороны предложения), на которые монетарная политика оказывает слабое влияние и которые будут полностью нивелированы лишь по мере постепенной нормализации ситуации в национальной и мировой экономике. Сдерживание перегретого потребительского и частного спроса, позволяющего переносить упомянутые издержки в цены, представляется важной задачей, однако резкая дезинфляция в текущем году за этим не последует.

*Игорь Сафонов*

<sup>14</sup> Бюллетень «О чем говорят тренды» № 5. Июль 2021 г. URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/35470/bulletin\\_21-05.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/35470/bulletin_21-05.pdf)

**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 2021 г.