



Комментарии о Государстве и Бизнесе

340

10 февраля 2021

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

Инфляция и монетарная политика

Сохранить про запас

Всплеск ценовой динамики в конце 2020 года по итогам января постепенно сходит на нет, однако расслабляться пока рано: несмотря на снижение месячных темпов прироста ИПЦ и его главных компонентов в исходном и сезонно скорректированном выражении, опасения продолжает вызывать продовольствие по причине возможного перераспределения маржи торговыми сетями и роста издержек у отдельных производителей пищевых продуктов. Инфляционные ожидания продолжают отыгрывать декабрьский всплеск и возросшую медийность тематики, демонстрируя при этом существенное улучшение оценок на перспективу. Валютный рынок на настоящий момент не генерирует значимых проинфляционных рисков, а ожидания участников финансового рынка, по-видимому, близки к нейтральным. В условиях, когда динамика восстановления потребительской активности после начала повсеместной вакцинации в конце января – начале февраля во многом остаётся неопределённой, мы предполагаем, что Центральный банк на ближайшем заседании Совета директоров 12 февраля предпочтёт сохранить ключевую ставку на текущем уровне 4,25% и вернуться к рассмотрению возможности нормализации денежно-кредитной политики на следующем заседании в марте. Это позволит иметь пространство для реакции на проинфляционные эффекты со стороны валютного рынка в случае реализации геополитических рисков, а также разворота ценовых ожиданий граждан. Текущий прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец 2021 года составляет 4,0–4,1%.

Инфляция

В январе 2021 года прирост индекса потребительских цен уменьшился по сравнению с декабрём и составил 0,67% против 0,83% в предыдущем месяце. После корректировки на сезонность замедление динамики наблюдается более отчётливо: 0,42% по сравнению с 0,59% (рис. 1). Несмотря на это, инфляция продолжила рост за счёт эффекта низкой базы первого месяца 2020 года и составила 5,19%.

До корректировок рост цен на продовольственные товары в январе оказался самым высоким среди всех компонентов индекса и составил 1,07% за месяц (1,53% в декабре). Значительная часть данного увеличения пришлась на плодоовощную продукцию, которая

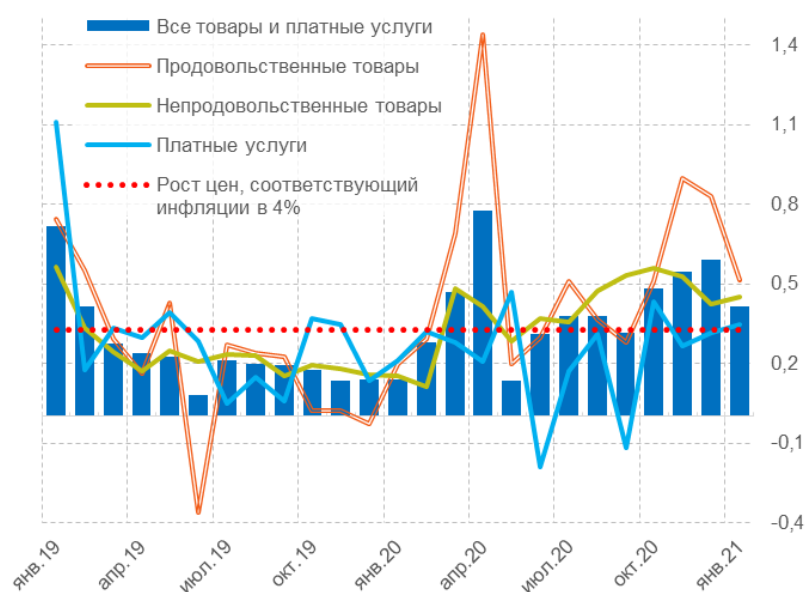
подорожала на 4,77%; с её исключением динамика снижается более чем вдвое, до 0,52%. Довольно высокие темпы роста цен в январе также продемонстрировали макаронные изделия (+0,85%), мясо и птица (+0,8%), рыба и морепродукты (+0,74%), крупы и бобовые (+0,6%), причём в аналогичном периоде прошлого года динамика по данным товарным категориям была ниже в 3–8 раз. Куриные яйца при этом подешевели на 0,3%, а сахар-песок – на 1,62%; рост цен на остальные товары оставался в диапазоне 0,1–0,5% и был сопоставим с прошлогодними показателями.

Предварительные оценки сезонно скорректированной динамики (рис. 1) подтверждают высокие темпы прироста в 4 товарных категориях, обозначенных выше, что может быть следствием перераспределения маржинальности торговыми сетями; цены на яйца, вопреки номинальному снижению, показывают рост после поправок, что связано со вспышкой птичьего гриппа на юге России и закрытием ряда птицефабрик, а также удорожанием кормовой базы. Общая динамика

продовольственных цен при этом демонстрирует существенное замедление по сравнению с ноябрём-декабрём, отчасти за счёт начала действия ограничений на экспорт продуктов питания и договорённостях о фиксации розничных цен на масло и сахар, однако по-прежнему остаётся на повышенном уровне.

Рост цен в непродовольственном сегменте формально ускорился по сравнению с последним месяцем прошлого года: 0,5% против 0,4% ранее. Телерадиотовары подорожали на 1,8%, строительные материалы – на 1%, электрическая и бытовая техника – на 0,4%. Сезонная индексация также затронула регулируемые категории: стоимость автомобильного бензина по стране увеличилась на практически на 1%, табачные изделия стали дороже на 0,9%, а медикаменты – на 0,5%. Динамика цен на ткани, одежду и обувь, моющие и чистящие средства оставалась умеренной – в пределах 0,3%. С учётом же сезонности, по предварительным оценкам, прирост непродовольственного индекса за месяц оказывается практически на одном уровне с декабрьским (0,4%), что может быть обусловлено сохранением депрессивности потребительского рынка после заметного снижения спроса в ноябре и декабре на фоне пиков заболеваемости. Смещение в сторону сберегательной модели поведения также подтверждается стабильно негативной оценкой благоприятности времени для крупных покупок¹.

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



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

¹ Аналитический отчёт ООО «инФОМ» по заказу Банка России (январь 2021 года).

Цены в секторе услуг в январе продемонстрировали рост на 0,38%, главным образом из-за регулируемых тарифов. Так, плата за содержание и ремонт жилья увеличилась на 1,03%, а за услуги управляющих компаний – на 0,55%. Стоимость коммунальных услуг при этом практически не изменилась, снизившись на номинальные 0,07% (их индексация на 4–6% запланирована на 1 июля 2021 года). Пассажирские перевозки в целом подешевели на 0,45%, за счёт значительного снижения стоимости дальнемагистральных перевозок (минус 3–10% в зависимости от вида транспорта), однако внутригородские маршруты подорожали на 2,68%. Услуги организаций культуры прибавили в цене 1,41%, физкультуры и спорта – 0,89%. Рост стоимости на 0,7% затронул медицинские, дошкольные и санаторно-оздоровительные учреждения; бытовые услуги стали дороже на 0,47%, при динамике оставшихся (связь, зарубежный туризм, образование и страхование) на уровне 0–0,3%.

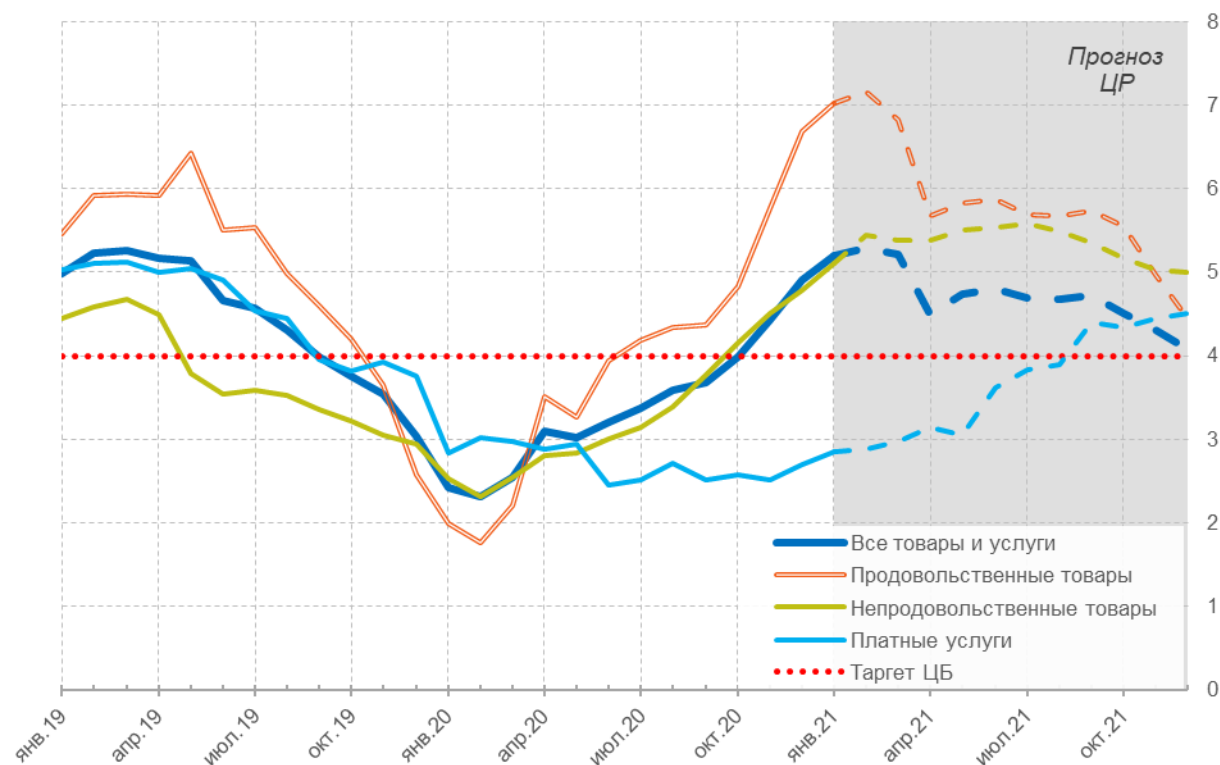
Динамика базового ИПЦ по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ (табл. 1) в январе по-прежнему осталась на повышенном уровне и составила 0,39%, что свидетельствует о присутствии инфляционного давления в экономике. Учитывая ослабевание потребительского спроса в последние несколько месяцев, мы связываем это с увеличением издержек производителей по мере исчерпания эффектов от коронавирусных программ помощи бизнесу и возрастания отложенных платежей. По нашим предположениям, ценовая динамика в ближайшие месяцы будет, с одной стороны, ограничена медленно восстанавливающимся потребительским спросом, с другой, проинфляционным влиянием ужесточения условий кредитования и роста издержек производителей на фоне необходимости доформирования отложенных резервов банками, в связи с чем приросты цен продолжают оставаться повышенными до середины года. Текущий прогноз по инфляции на конец года составляет 4,0–4,1% (рис. 2).

Таблица 1. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ, в %

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

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 январе индикаторы, характеризующие ценовые настроения граждан, продемонстрировали разнонаправленные тенденции: медианное значение наблюдаемой за прошедшие 12 месяцев инфляции выросло на 0,8 п.п. относительно декабрьских значений и составило 12,8%, в то время как аналогичная оценка динамики на ближайшие 12 месяцев снизилась на 1 п.п., до 10,5% (рис. 3)². Ухудшение первого показателя связано с повышенными темпами роста цен на

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



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

² 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.

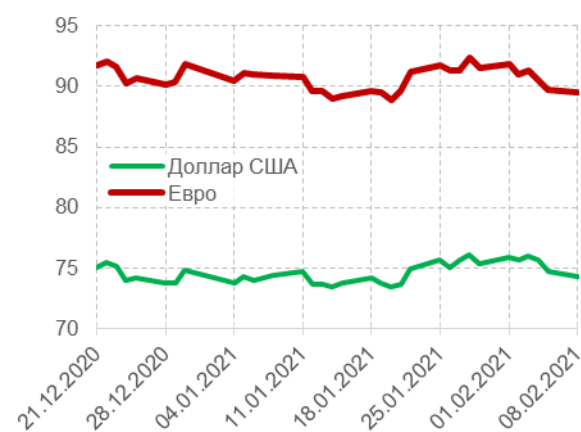
продовольствие в декабре-январе (8 из 10 товаров, подорожание которых больше всего беспокоит граждан, представляют собой продукты питания), а также возросшим освещением данной темы в СМИ и инерционностью восприятия. Так, согласно данным опроса, в январе около 45% опрошенных назвали темпы роста цен на сахар, соль и растительное масло очень высокими, в то время как они снижались (сахар) или росли скорее номинально (подсолнечное масло). Тем не менее улучшение оценок на перспективу свидетельствует, в том числе, об уверенности в эффективности мер, направленных на регулирование внутреннего продовольственного рынка.

В ближайшее время мы ожидаем стабилизации того и другого показателя на фоне прохождения пиков инфляции в феврале-марте. Факторами, способными в случае их реализации негативно повлиять на оценку ценовой динамики на перспективу, могут быть резкое ослабление курса рубля вследствие ухудшения геополитической обстановки, а также рост продовольственных цен на широкий круг нерегулируемых товаров из-за перераспределения маржи торговыми сетями. При отсутствии реализации указанных негативных сценариев к середине 2021 года вполне вероятно улучшение показателей до значений начала 2020 года.

Валютный курс

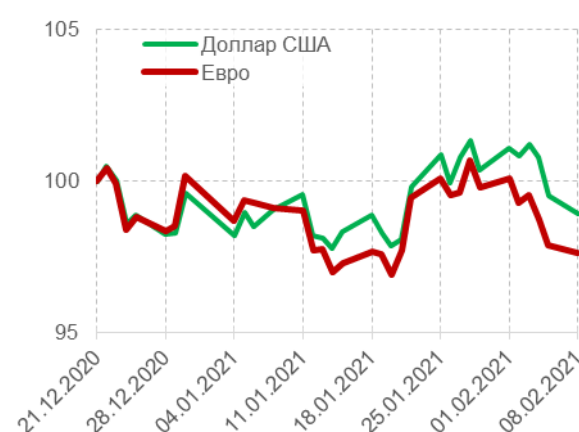
За период с момента последнего решения ЦБ по ключевой ставке динамика валютного курса оставалась стабильной: доллар на Московской бирже торговался на уровнях 74–76 руб.; курс евро колебался между 90–92 руб. (рис. 4). Этому способствовала улучшающаяся ситуация на рынке нефти, где стоимость фьючерсов марки Brent повысилась с 52 до 60 долл./барр., а также возросший интерес к рынкам развивающихся стран (в том числе российскому) со стороны международных инвесторов.

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



Источник: Московская биржа.

Рис. 5. Динамика курсов доллара и евро (21.12.2020 = 100), в %



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

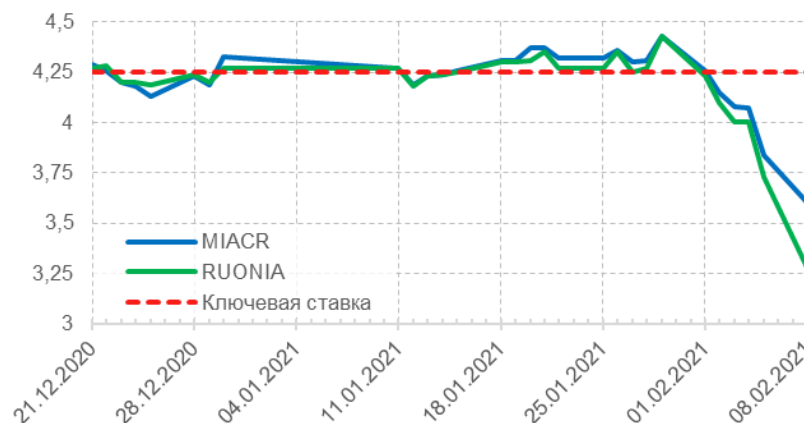
В ближайшее время поддержку отечественной валюте продолжит оказывать восстановление цен на энергоносители в мире на фоне повышенного спроса из-за холодной погоды и сокращения запасов, а также активного восстановления китайской экономики. Тем не менее извлечь значительные дивиденды из конъюнктуры российскому валютному рынку вряд ли удастся, приток средств инвесторов будет в большей степени

спекулятивным, что в условиях нового витка напряжённости в международных отношениях может обернуться повышенной волатильностью рубля. В то же время до момента реализации данных факторов даже сохранение текущих значений курсов будет благоприятно отражаться на темпах роста цен и инфляционных ожиданиях населения.

Денежно-кредитные условия и монетарная политика

Динамика процентных ставок на денежном рынке в период с последнего заседания Совета директоров Банка России большую часть времени оставалась вблизи ключевой ставки, однако в начале февраля на межбанковском рынке кредитов овернайт индикаторы RUONIA³ и MIACR⁴ снизились практически на 1 п.п., до уровня в 3,3% (рис. 6). Это связано со снижением

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



Источник: Банк России.

спроса на остатки на корсчетах в конце периода усреднения, а также опережающим исполнением бюджетных расходов. Оба фактора, по оценкам игроков рынка, относятся к категории временных и не связаны с их ожиданиями касательно снижения ключевой ставки. Доходность ОФЗ в этот же период на коротких сроках (до трёх лет) практически не изменилась, в то время как для более длинных выпусков был зафиксирован рост доходностей на 15–30 базисных пунктов, что может быть связано с ростом страновой премии за риск для отечественных гособлигаций (рис. 7).

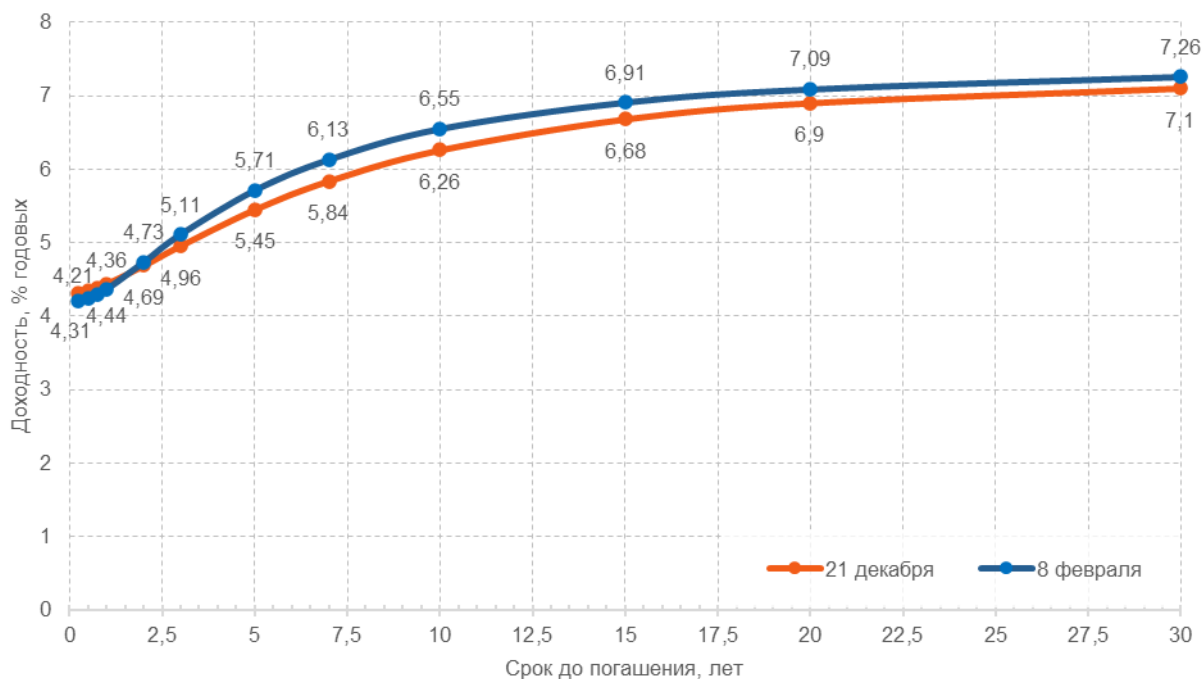
Цикл снижения ставок на кредитно-депозитном рынке практически завершился. Согласно последним доступным данным по состоянию на конец ноября средневзвешенная ставка для корпоративных заёмщиков в российской валюте составила 5,69%, при этом стоимость заимствований для субъектов МСП возросла до 8,14% с минимальных значений в конце лета (рис. 8). Депозитные ставки компаний для размещения временно свободных средств при этом уже 6 месяцев остаются на уровне 3,2–3,3%.

В сегменте физических лиц в конце IV квартала 2020 года также наблюдалась стабилизация: средневзвешенная процентная ставка по рублёвым кредитам в декабре для них достигла уровня в 10,15%, а ставка по депозитам выросла до 3,52% за счёт активного привлечения банками резервов ликвидности на период новогодних каникул. Учитывая количество нерабочих дней в январе и существующую сезонность в финансовом секторе, ценовые условия банков по его итогам могут продемонстрировать переход от стабилизации к плавному повышению.

³ Rouble OverNight Index Average, индикатор отражает стоимость привлечения займа «овернайт» банком из числа топ-35 с минимальным кредитным риском.

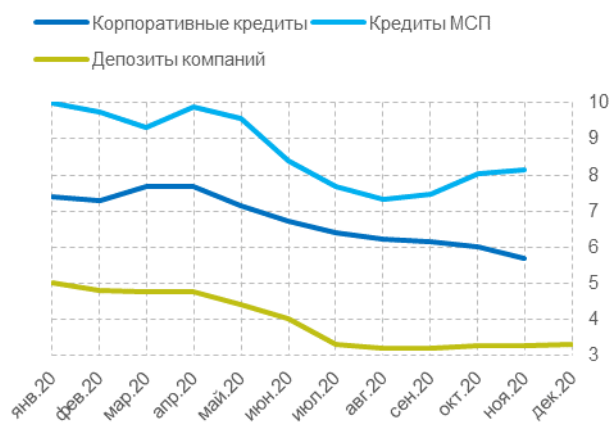
⁴ Moscow InterBank Actual Credit Rate, индикатор рассчитывается по данным о фактических межбанковских кредитных сделках, совершённых банками, формирующими свыше 80% оборота российского рынка межбанковских кредитов.

Рис. 7. Кривая бескупонной доходности ОФЗ



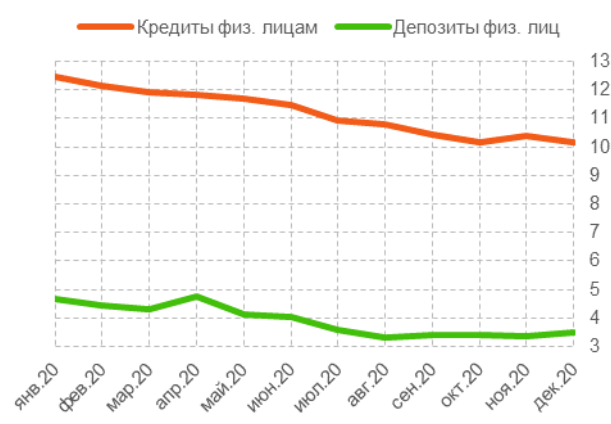
Источник: Московская биржа.

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



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

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



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

Мы полагаем, что на заседании Совета директоров Банка России 12 февраля будет принято решение о сохранении ключевой ставки на текущем уровне в 4,25%. Ускорение инфляции по итогам декабря носит временный характер, что подтверждает её сезонно скорректированная динамика в январе, демонстрирующая замедление практически в 2 раза по сравнению с прошлым месяцем. Ожидания населения, хотя и фиксируют ценовой всплеск в конце года, но при этом демонстрируют тенденцию к улучшению в ближайшей перспективе. Динамика курса рубля в настоящий момент не создаёт проинфляционных рисков, а параметры ставок денежного, финансового и кредитного рынка демонстрируют стабилизацию и нейтральные ожидания их участников. В связи с этим, а также с учётом лага монетарной политики, реагирование на уже реализовавшийся шок было бы излишним,

пики же инфляции в ближайшие месяцы будут иметь статистическую, а не экономическую природу. Вместе с тем старт цикла повышения ставок, на наш взгляд, был бы также преждевременным в условиях неопределённости относительно темпов восстановления экономики и спроса. Активная вакцинация от коронавируса в регионах России началась в конце января – начале февраля, в связи с чем оценить масштабы увеличения потребительской активности на настоящий момент практически невозможно. Кроме того, процессы доформирования резервов и более пристальное отношение к потенциальным заёмщикам в банковской сфере сами по себе будут оказывать сдерживающее воздействие на динамику спроса в течение всего 2021 года, а возрастающие риски для валютного курса со стороны геополитики потребуют наличия пространства для реакции, в случае если вторичные эффекты от его колебаний на инфляцию окажутся существенными. По нашим предположениям, начало перехода от мягкой к нейтральной денежно-кредитной политике будет более активно стоять на повестке весеннего заседания Совета директоров ЦБ 19 марта, когда упомянутые выше соображения реализуются и/или отразятся в статистике более отчётливо.

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 2021 году.