



Комментарии о Государстве и Бизнесе

325

22 октября 2020

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

Инфляция и монетарная политика

Снижение на упреждение

Августовская дефляция перенеслась на осень – в сентябре цены снизились на 0,1%, хотя это и стало результатом формального округления сотых значений. Более важная картина открывается с исключением сезонного фактора – темп роста цен на продукты снизился более чем вдвое, динамика стоимости услуг оказалась нулевой и только непродовольственные товары поддерживают высокие темпы удорожания. Инфляционные ожидания при этом ухудшились незначительно, а произошедшее ослабление валютного курса, по-видимому, не сильно отразилось на них. Динамика цен ноябре-декабре будет зависеть от реакции населения на рост заболеваемости коронавирусом и частичный возврат карантинных ограничений. В данных условиях мы предполагаем, что Центральный банк предпочтёт превентивно снизить ставку на текущем заседании Совета директоров 23 октября, учитывая лаги воздействия монетарной политики и продолжительный промежуток времени до следующего решения. Текущий прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец года составляет 4,2–4,3%.

Инфляция

Ожидаемая в конце лета дефляция формально проявила себя в начале осени: в сентябре индекс потребительских цен составил 99,9% от августовских значений. После корректировки на сезонность замедление наблюдается более явно: в первый месяц осени цены выросли на 0,28% по сравнению с 0,36% в августе (рис. 1). Прирост цен по отношению к соответствующему периоду прошлого года составил 3,7%, а накопленная с начала года инфляция¹ достигла 3,2%.

Непродовольственные товары продолжили обеспечивать основной вклад в инфляционную динамику: цены на них за месяц выросли на 0,52% после 0,48% в августе. Это происходило на фоне улучшения населением оценок текущего материального положения и благоприятности времени для совершения крупных покупок², а также ослабления курса

¹ Цифры здесь и далее приведены с исключением сезонного фактора (кроме показателей «к соответствующему периоду предыдущего года».

² Аналитический отчёт ООО «инФОМ» по заказу Банка России (сентябрь 2020 г.).

рубля. В сентябре существенно дорожали легковые автомобили и медицинские товары (+1,0%), парфюмерия и косметика (+0,7%), мебель и персональные компьютеры (+0,6%); высокий рост цен был отмечен для табачных изделий, строительных материалов и бензина (+0,5%). Чуть более умеренной оставалась динамика стоимости электро- и бытовых товаров, печатных изданий, а также моющих и чистящих средств (+0,4%). Остальные непродовольственные составляющие потребительской корзины подорожали на 0,1–0,3%, за исключением меховых изделий, цены на которые не изменились.

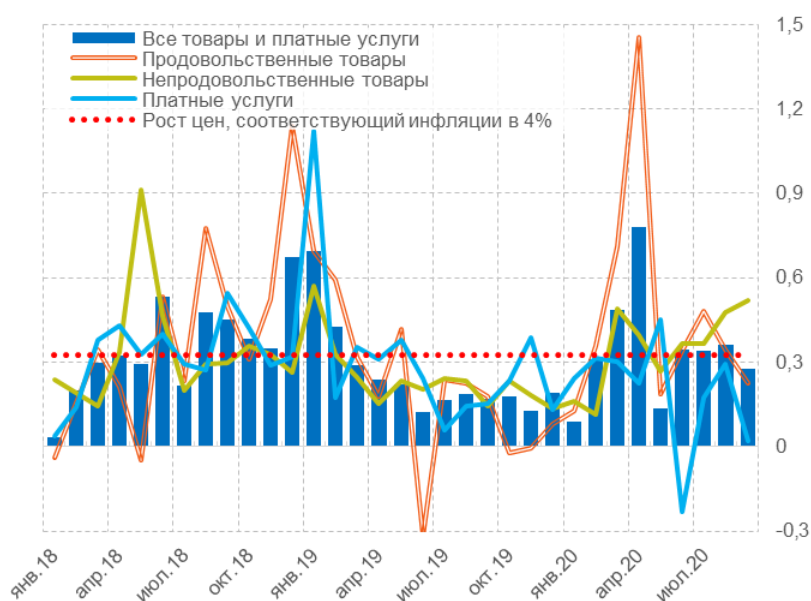
Динамика цен на продовольственные товары замедлилась более чем в два раза и составила 0,23% по итогам сентября по сравнению с 0,52% в августе. Тем не менее сахар остался абсолютным лидером роста, подорожав на 8,9% за месяц. С большим отрывом от него, но довольно высокими темпами изменялись ценники на масло и жировую продукцию (+0,7%), хлеб и плодоовощную продукцию (+0,6%), а также кондитерские изделия (+0,5%). За исключением

данных категорий для большей части потребительской корзины динамика всё же оставалась в более умеренном диапазоне 0,1–0,4%, при этом мясопродукты за месяц подешевели на 0,2%, а цены на яйца снизились на 5%.

Стоимость платных услуг в сентябре осталась на неизменном уровне по сравнению с августом. Бытовые и жилищно-коммунальные услуги подорожали на 0,3%, аналогичный рост цен наблюдался на платную медицину. В то же время связь за месяц подешевела на 0,4%, транспорт – на 0,9%, услуги образования и санаторно-курортное обслуживание – на 2,6%. На прежнем уровне осталась стоимость дошкольного образования и услуг организаций культуры.

Динамика сезонно скорректированного базового ИПЦ, рассчитываемого Институтом «Центр развития» НИУ ВШЭ и исключаящего товары и услуги, цены на которые сильно зависят от административного и погодного фактора, в сентябре несколько ускорилась по сравнению с августом – +0,37% (табл. 1). Прирост аналогичного индекса, рассчитываемого Росстатом, составил 0,26%.

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



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

Таблица 1. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ, в %

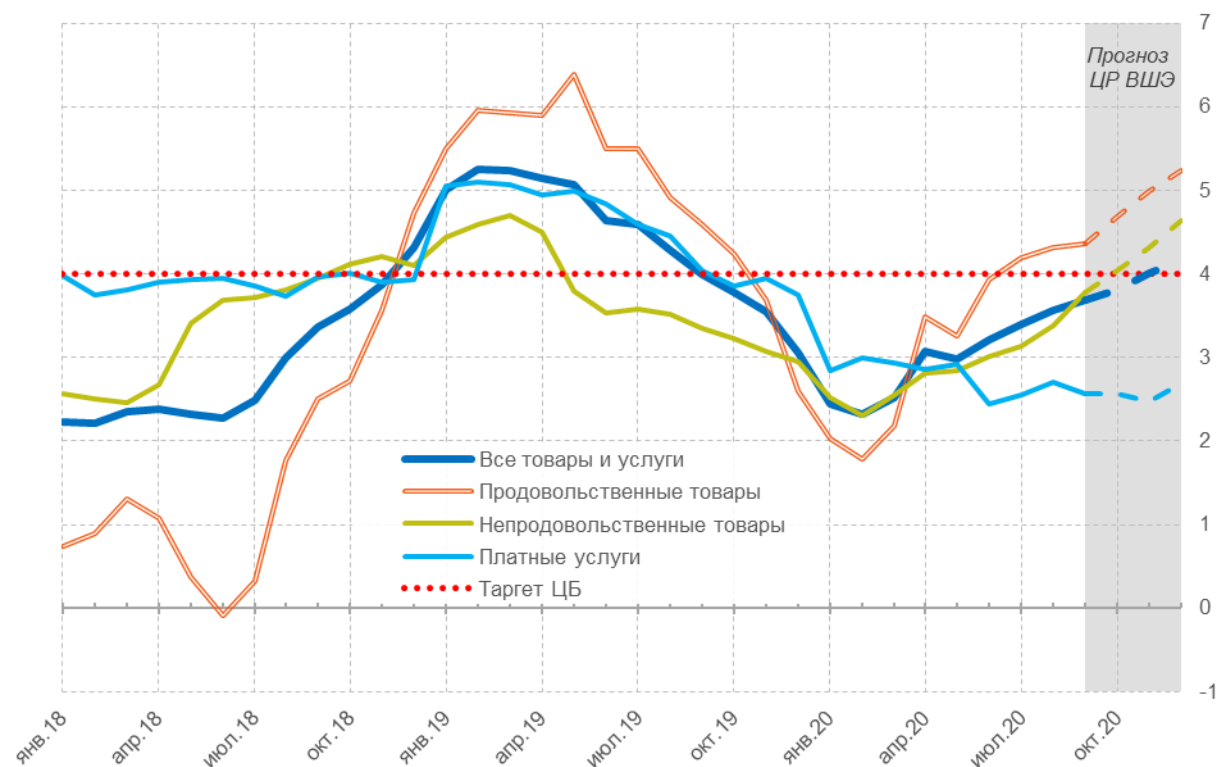
	2019				2020										
	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт*	
<i>% к предыдущему месяцу</i>															
Все товары и услуги	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,4	
продовольственные товары	-0,4	0,2	0,5	0,6	0,7	0,6	1,0	1,7	0,2	0,2	-0,1	-0,8	-0,4	н/д	
непродовольственные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

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

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

В IV квартале текущего года рост заболеваемости коронавирусом и частичный возврат карантинных ограничений могут привести к временному ускорению инфляции. Цены на продовольственную составляющую потребительской корзины будут зависеть от реакции граждан на эпидемию и их желания ограничить социальное взаимодействие. В случае отсутствия ажиотажного спроса в оставшиеся месяцы мы прогнозируем умеренный рост цен на продукты питания с небольшим ускорением динамики к концу года. По итогам 2020 г. продуктовая инфляция достигнет 5,2%, что во многом обусловлено эффектом низкой базы в 2019 г. Спрос на непродовольственные товары в ближайшие месяцы продолжит оставаться повышенным: в октябре рост цен в данной категории составит 0,5% с последующим замедлением до 0,4% к декабрю. Непродовольственная инфляция по состоянию на конец года составит около 4,6%. Динамика стоимости услуг будет отражать снижение спроса на них по мере ухудшения ситуации с заболеваемостью и не превысит 0,2% вплоть до декабря, в котором вероятно ускорение до 0,3%. За год стоимость платных услуг увеличится на 2,7%. Общий пик инфляции ожидается нами в феврале 2021 г. с максимальным значением в 4,7%. По состоянию на конец года прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ составляет 4,2–4,3% (рис. 2).

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

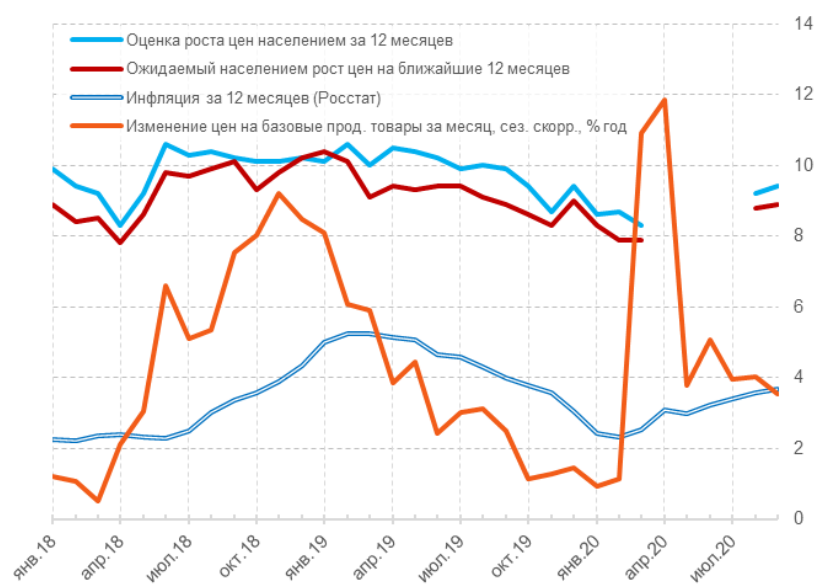


Источник: CEIC Data (Росстат), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Инфляционные ожидания населения

В сентябре оба показателя, характеризующие ценовые настроения граждан, ухудшились по сравнению с предыдущим месяцем. Медианное значение наблюдаемой за последний год инфляции увеличилось на 0,2 процентного пункта и составило 9,4%, а медианная оценка динамики цен на ближайшие 12 месяцев выросла на 0,1 п.п., до 8,9% (рис. 3)³. Ухудшение произошло несмотря на значительное замедление продовольственной инфляции (6 из 10 товаров, повышение цен на которые

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



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

³ Значения показателей в апреле-июле недоступны в связи с отказом от проведения интервью с респондентами в личном формате и несопоставимости данных, полученных в результате телефонных опросов.

больше всего беспокоит граждан, представляют собой продукты питания) и, скорее всего, связано с динамикой цен на медицинские товары в условиях роста заболеваемости коронавирусом. Среди других факторов в ответах также упоминается рост стоимости услуг ЖКХ, а также бензина.

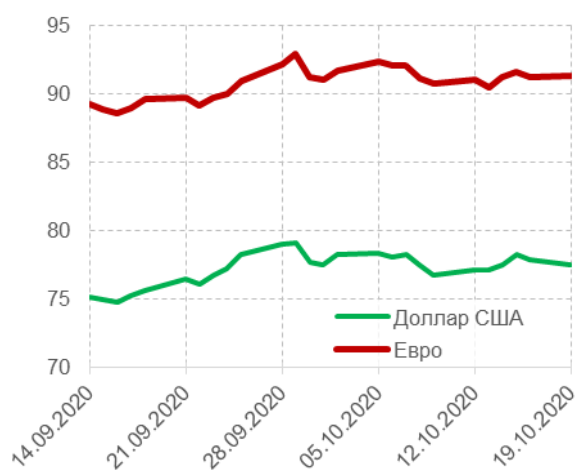
Тем не менее ухудшение остаётся довольно умеренным: вопреки нашим предположениям ослабление рубля в последние два месяца не находит существенного отражения в ценовых и потребительских настроениях. Их дальнейшая динамика в октябре-декабре будет зависеть от реакции населения на осенний рост заболеваемости коронавирусом и опасений относительно возврата жёстких карантинных ограничений. В отсутствие последних (или в их более мягком варианте) мы предполагаем стабилизацию инфляционных ожиданий вблизи текущих значений до конца года.

Валютный курс

За прошедший месяц динамика валютного курса несколько стабилизировалась: доллар на Московской бирже подорожал с 75 до 79 руб. к концу сентября, закрепившись затем около 77 руб./долл.; евро превысил 90 руб. и последние три недели торгуется вблизи 92 руб. за единицу европейской валюты (рис. 4). Этому способствовала спокойная ситуация на рынке нефти, где фьючерс марки Brent торговался на уровне 42,2 долл./барр., а также возобновление продаж Центральным банком остатков валюты в рамках сделки по продаже Сбербанка (185 млрд руб. равными долями в течение трех месяцев).

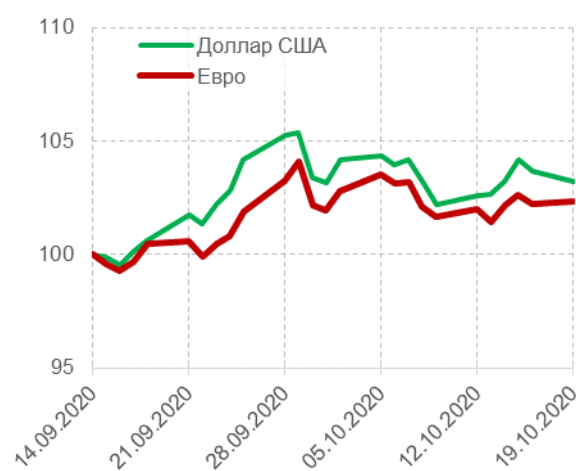
В целом, произошедшее ослабление российской валюты имело ограниченный характер (рис. 5) и не привело к сильному ускорению инфляции. Более того, несмотря на преодоление уровней в 75 руб./долл. и 90 руб./евро ценовые настроения домохозяйств и фирм существенно не ухудшились, что ограничило масштаб возможных негативных вторичных эффектов. В ближайшее время в отсутствие шоков со стороны геополитических факторов и стабильной ситуации на рынке нефти курс рубля продолжит оставаться вблизи текущих значений.

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



Источник: Московская Биржа.

Рис. 5. Динамика курсов доллара и евро (100 = 14.09.2020), в %

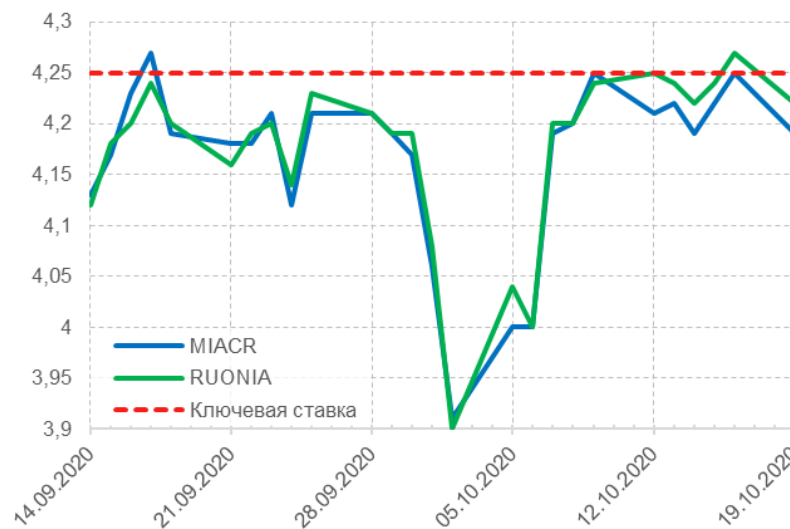


Источник: Московская Биржа, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Денежно-кредитные условия и монетарная политика

Процентные ставки на денежном рынке в период с последнего заседания Совета директоров Банка России по большей части оставались вблизи ключевой ставки. На межбанковском рынке кредитов овернайт индикаторы RUONIA⁴ и MIACR⁵ в начале октября падали до уровня в 3,9%, однако затем вернулись к 4,2–4,3% (рис. 6). Доходности на рынке ОФЗ снизились на 10–30 базисных пунктов для выпусков с периодом погашения от 3-х лет, в то время как для коротких

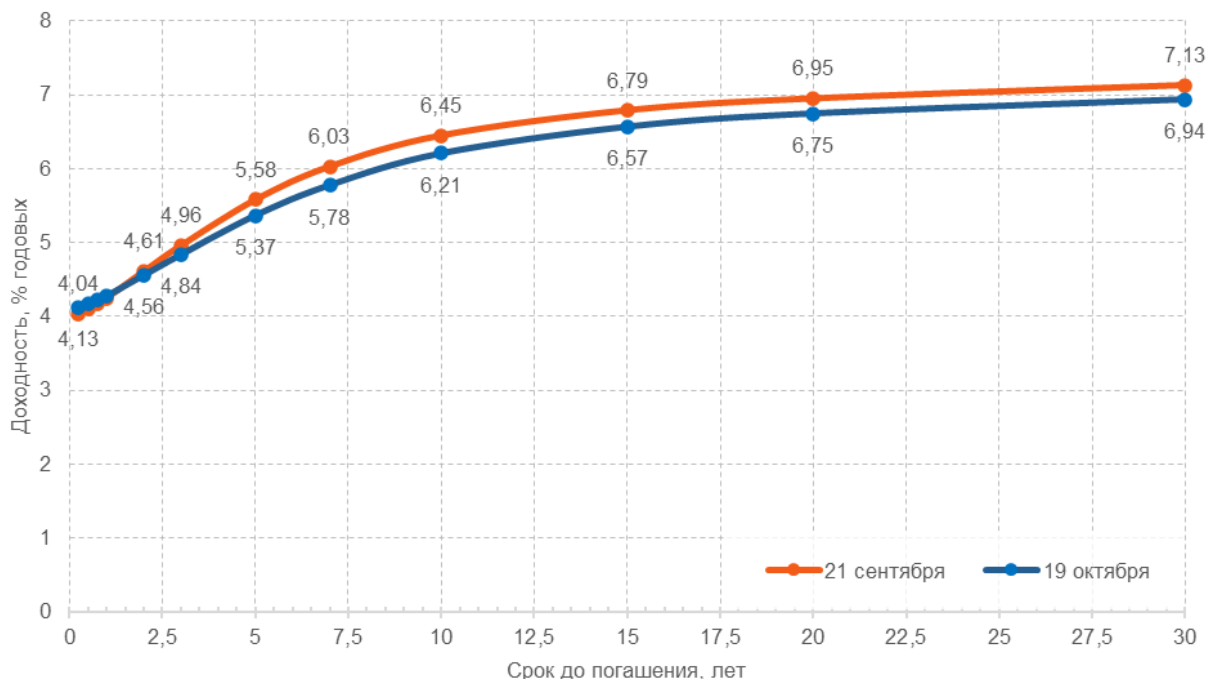
Рис. 6. Процентные ставки сегмента овернайт денежного рынка, в % годовых



Источник: Банк России.

сроков наблюдается небольшой рост: по состоянию на 19 октября доходность облигаций с погашением в течение полугода на 9 базисных пунктов выше, чем была 21 сентября (рис. 7).

Рис. 7. Кривая бескупонной доходности ОФЗ



Источник: Московская Биржа.

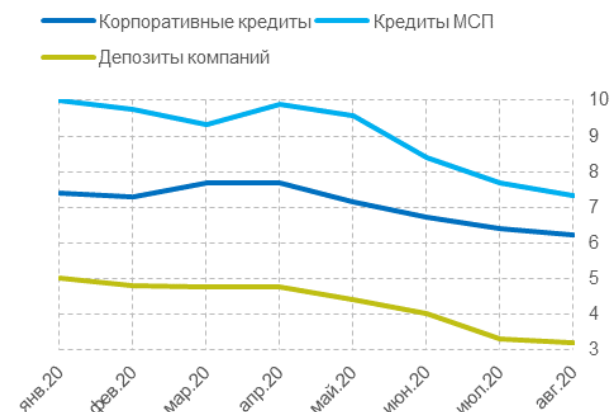
⁴ Rouble OverNight Index Average, отражает стоимость привлечения займа «овернайт» банком из числа топ-35 с минимальным кредитным риском.

⁵ Moscow InterBank Actual Credit Rate, рассчитывается по данным о фактических межбанковских кредитных сделках, совершённых банками, формирующими свыше 80 % оборотов российского рынка межбанковских кредитов.

Процентные ставки на кредитно-депозитном рынке в последние два месяца продолжают снижение. По состоянию на конец августа средневзвешенная ставка кредитного рынка для корпоративных заёмщиков в российской валюте составила 6,2%, при этом стоимость заимствований для субъектов МСП опустилась до 7,3%, что является минимальным уровнем спреда между данными категориями за всё время (рис. 8). Депозитные ставки компаний для размещения временно свободных средств несколько замедлили своё снижение и в среднем составили 3,2%.

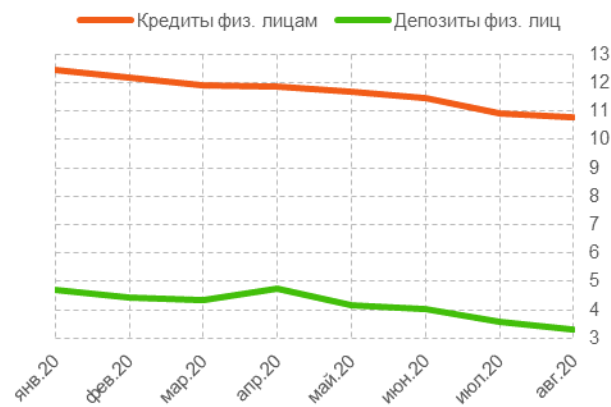
Средневзвешенная процентная ставка по кредитам для физических лиц в рублях замедлила своё снижение впервые с начала года и составила 10,8% по состоянию на конец августа (рис. 9). Ставки по депозитам физических лиц снизились более существенно – на 0,3 п.п. и составили 3,3%.

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 предполагаем, что на заседании Совета директоров Банка России 23 октября будет принято решение о снижении ставки на 25 базисных пунктов (1 шаг) – до 4%. Динамика сезонно скорректированной инфляции в сентябре оказалась лучше наших прогнозов, инфляционные ожидания населения ухудшились, но не столь значительно, а валютный курс закрепился на стабильных уровнях, несмотря на предшествующее падение. В условиях масштабного роста заболеваемости и частичного возврата карантинных ограничений в отдельных регионах Центральный банк, учитывая масштабный промежуток времени до следующего заседания, на наш взгляд, предпочтёт упреждающе снизить ставку. Сценарий сохранения ставки на текущем уровне до декабря с последующим снижением, на наш взгляд, является менее реалистичным, поскольку с учётом лага монетарной политики и периода новогодних праздников он окажет воздействие на экономику лишь ближе к весне 2021 г., т.е. в тот период, когда экономика (предположительно) будет активно восстанавливаться естественным путём, а также создаст риски роста инфляции выше таргета в следующем 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
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 г.