



Комментарии о Государстве и Бизнесе

353

18 марта 2021

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

Инфляция и монетарная политика

Посылая сигнал

Инерционные эффекты от значительного ускорения ценовой динамики в феврале могут создать предпосылки для повышения ключевой ставки на ближайшем заседании Совета директоров 19 марта. Тем не менее, учитывая временные причины нового всплеска, относящиеся к стороне предложения (эпидемические факторы на птицеводческом рынке, ситуация с урожаем овощей и фруктов) или имеющие фискальный характер (рост акцизов на табачные изделия), а также умеренный рост потребительских настроений при существенном улучшении инфляционных ожиданий, мы считаем начало перехода к нейтральной ДКП на ближайшем заседании преждевременным. По нашему мнению, Центральный банк 19 марта сохранит ключевую ставку на неизменном уровне в 4,25%, акцентируя внимание на сигнале о начале цикла повышения в ходе следующих двух заседаний (23 апреля и 11 июня) суммарно на 50 базисных пунктов. При этом уже фиксируемый тренд роста ставок на кредитном рынке сам по себе будет ограничивать динамику спроса в ближайший месяц. С учетом февральского ралли цен прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец 2021 года скорректирован в сторону повышения и составляет 4,2–4,4%.

Инфляция

Замедление ценовой динамики в начале года оказалось кратковременным, и в феврале 2021 года прирост индекса потребительских цен (ИПЦ) почти сравнялся с декабрьским – 0,78% против 0,83% в последнем месяце 2020 г., а с учетом корректировки на сезонность даже немного превысил его – 0,65% против 0,61% (рис. 1). Напомним, что по итогам января прирост цен составил 0,67% (0,45% после устранения сезонности). Продолжила расти и инфляция¹ (в том числе за счет низкой базы прошлого года), достигшая 5,67%.

Рост цен в сегменте продовольственных товаров в феврале 2021 года вновь оказался наибольшим среди всех компонентов ИПЦ и составил 0,89% за месяц² (0,55% в январе, рис. 1). Больше всего подорожали яйца (+3,9%) и мясопродукты (+1,3%) – в связи с падением производства на фоне продолжающихся вспышек птичьего гриппа на птицефабриках в

¹ Прирост ИПЦ за 12 месяцев.

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

различных регионах России, а также увеличением стоимости кормовой базы. Кроме того, значительно возросли цены на фрукты и овощи (+1,4%), рыбопродукты (+0,9%), масло и жиры (+0,7%), а также сыры и общественное питание (+0,6%). Сахар и кондитерские изделия формально подорожали на 0,1%, алкогольные напитки сохранили свою стоимость неизменной. Темп роста цен на остальные продовольственные товары составил 0,3–0,5%, сохранившись или незначительно снизившись по сравнению с предыдущим месяцем.

Инфляционная динамика в сегменте непродовольственных товаров также ускорилась, превысив месячные показатели четвертого квартала 2020 года: за февраль 2021 года цены на них выросли на 0,59% (против 0,47% за январь, рис. 1). Больше всего подорожали табачные изделия (+1,9%) – за счет роста акцизных ставок и строительные материалы (+1,4%) на фоне сохраняющегося спроса на них в сочетании с ростом издержек производства. Высокими темпами продолжили расти цены на мебель и бензин (+1,0%), а также легковые автомобили (+0,7%) – за счет отложенного переноса курса в цены. Электротовары и другие бытовые приборы отметились снижением цен на 0,4%, меха и меховые изделия формально подешевели на 0,1%, стоимость компьютеров и средств связи сохранилась на прежнем уровне. Темп прироста на другие непродовольственные товары оставался на уровне 0,1–0,4%. В целом рост розничной торговли в январе и улучшение потребительских настроений в феврале до уровня сентября-октября прошлого года³ могут указывать на восстановление спроса со стороны домохозяйств в экономике, что и делает возможным перенос возросших издержек производителей в цены.

Стоимость платных услуг в феврале увеличилась на 0,32% (против 0,35% в январе, рис. 1). Наиболее сильный рост расценок наблюдался в категориях, связанных с перемещениями и туризмом. Гостиницы и прочие места проживания подняли цены на 1,6% (+1,9% в январе); пассажирские перевозки суммарно подорожали на 1,4% (+0,5% в январе) за счет резкого роста расценок на дальнемагистральные перевозки – от 7 до 10% в зависимости от типа транспорта при практически неизменной стоимости городских маршрутов (+0,1%); посещение организаций культуры стало затратнее на 1,3%. Расценки на услуги связи и коммунального хозяйства остались неизменными по сравнению с предыдущим месяцем, при динамике остальных на уровне 0,3–0,6%. Данная динамика в целом отражает рост туристических поездок россиян по мере прохождения вакцинации и, скорее всего, сохранится в ближайшие месяцы.

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



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

³ Аналитический отчет ООО «инФОМ» по заказу Банка России (февраль 2020 г.)

Прирост базового ИПЦ по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ, исключая товары и услуги, цены на которые сильно зависят от административного и погодного фактора, в феврале 2021 года оказался существенно выше январского (0,39%) и составил 0,6% (табл. 1). Динамика аналогичного индекса, рассчитываемого Росстатом, за февраль составила 0,58% (0,42% в январе).

Таблица 1. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ, в %

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

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

Согласно предварительным оценкам на основе недельных данных, динамика ИПЦ в марте 2021 года сохранится на повышенном уровне и составит 0,6% до учета сезонных корректировок (0,5% после их применения). В продовольственном сегменте рост цен должен немного замедлиться за счет заключенных соглашений между торговыми сетями и производителями мяса, однако ослабление эпидемических факторов и восстановление производства (с выходом на темпы прироста цен в 0,4–0,5% за месяц) ожидаются не ранее апреля-мая. По нашему мнению, по итогам 2021 года продуктовая инфляция может составить до 5,6% (рис. 2).

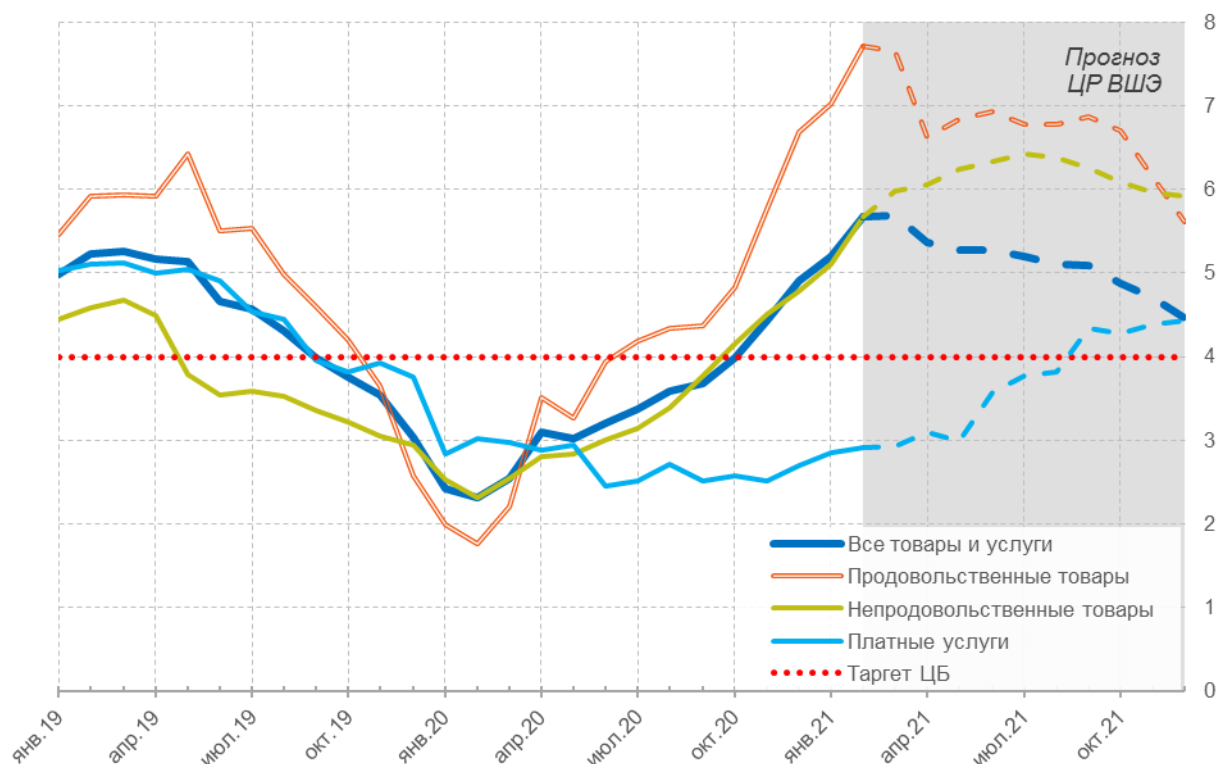
Непродовольственная составляющая потребительской корзины в ближайшее время замедлит темпы роста незначительно (до 0,5%), учитывая восстановление потребительского спроса и улучшение оценок благоприятности времени для крупных покупок⁴. При этом на перспективную ценовую динамику в сегменте окажет влияние переход от мягкой к нейтральной денежно-кредитной политике, оценки собственного благосостояния и потребительские настроения домохозяйств. В связи с этим не исключен

⁴ Аналитический отчет ООО «инФОМ» по заказу Банка России (февраль 2020 г.)

сценарий существенного замедления в данном сегменте во второй половине года. При сохранении текущих тенденций в неизменном виде прогноз инфляции по сегменту на конец года составляет 5,9% (рис. 2).

В сегменте услуг ценовая динамика в целом сохранится на текущем умеренном уровне в 0,3–0,4%, однако в отдельных категориях, связанных с туризмом, по мере открытия новых направлений возможны ценовые всплески. Кроме того, на начало второго полугодия 2021 года запланирована существенная индексация тарифов ЖКХ. По итогам года мы прогнозируем инфляцию в сегменте на уровне 4,4% (рис. 2).

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



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

В целом восстановление потребительского спроса в 2021 году, прерванное ранее второй волной эпидемии, может быть более активным и быстрым, чем предполагалось ранее. Мы ожидаем замедление общей динамики цен до 0,4% к началу второй половины года при их сохранении на уровне в 0,35–0,37% в дальнейшем. Инфляция на конец декабря в этом случае составит 4,2–4,4% (рис. 2).

Инфляционные ожидания населения

В феврале 2021 года оба показателя, характеризующие ценовые настроения граждан, улучшились по сравнению с предыдущим месяцем. Медианное значение наблюдаемой за прошедшие 12 месяцев инфляции уменьшилось на 0,5 п.п. и составило 12,3%, в то время как ее ожидания на ближайшие 12 месяцев снизились на 1 п.п., до 9,9% (рис. 3)⁵.

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.

Улучшение оценок наблюдаемой инфляции произошло несмотря на повышенные темпы роста цен на продовольствие в феврале (7 из 10 товаров, подорожание которых больше всего беспокоит граждан, представляя собой продукты питания) – по-видимому, за счет ухода тематики из повестки массовых СМИ: число опрошенных, заявивших о высоких темпах роста цен на сахар, соль и растительное масло значительно снизилось, аналогичная тенденция в меньшем

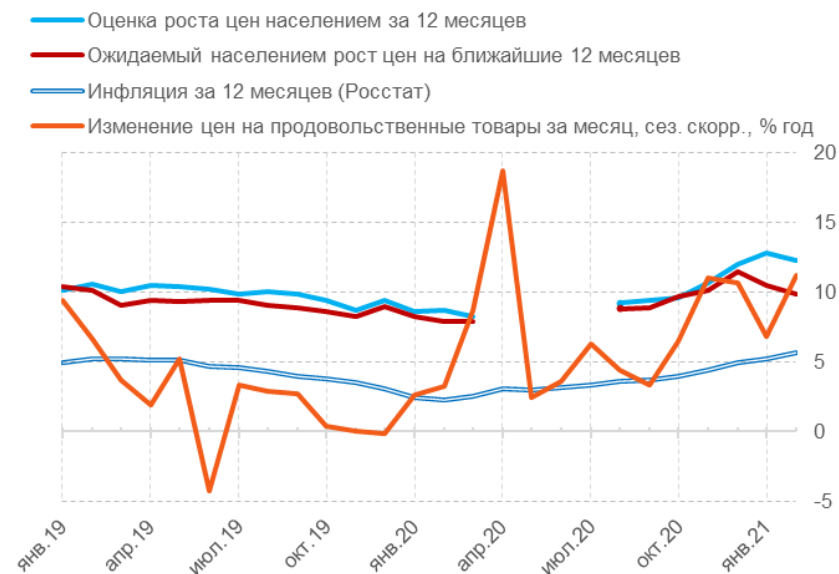
масштабе наблюдалась и в отношении прочих упоминаемых продуктов питания. Новыми поводами для беспокойства стали цены на бензин и тарифы на услуги ЖКХ – в феврале их подорожание отмечали чаще, чем в предыдущем месяце.

Впреки нашим предположениям ускорение роста цен и обновление пиков инфляции в феврале 2021 года не смогли оказать влияние на позитивную динамику настроений домохозяйств – судя по всему, медийная и личная инфляция воспринимается гражданами по-разному. Положительным фактором также является относительная стабилизация геополитической обстановки и снижение рисков резкого ослабления курса рубля. Тем не менее наши ожидания в отношении динамики обоих показателей остаются консервативными на ближайшие месяцы.

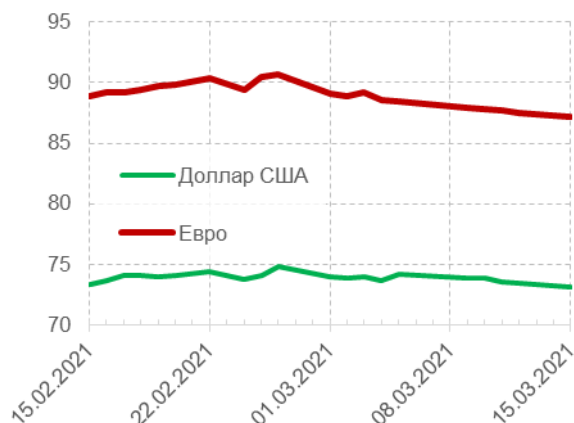
Валютный курс

Динамика валютного курса за период с момента последнего решения ЦБ по ключевой ставке в целом оставалась стабильной: доллар на Московской бирже торговался на уровнях 73–74 руб., незначительно снизившись по отношению к рублю; курс евро снизился сильнее – с 90–92 руб. в начале-середине февраля до 87–88 руб. в настоящий момент (рис. 4). Новые санкции со стороны США оказались точечными и фактически не повлияли на валютный рынок; поддержку отечественной валюте оказала стоимость европейских сортов нефти, обновляющая максимумы с начала 2020 года, а также возросший интерес к рынкам развивающихся стран (в том числе к российскому) со стороны международных инвесторов. Указанные факторы продолжают оказывать поддержку рублю в ближайшее время, что должно благоприятно отразиться на темпах роста цен и инфляционных ожиданиях населения.

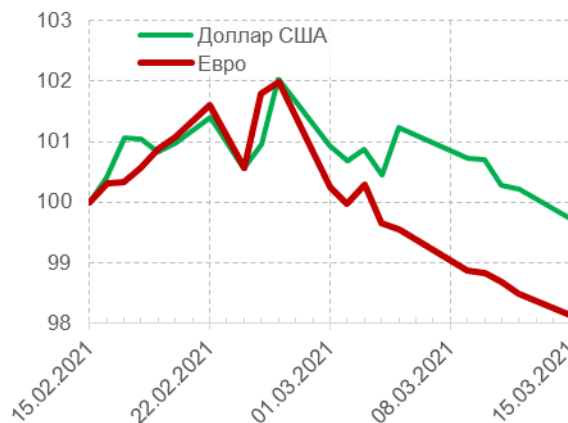
Рис. 3. Представления населения об инфляции и индикаторы роста цен, в %



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

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

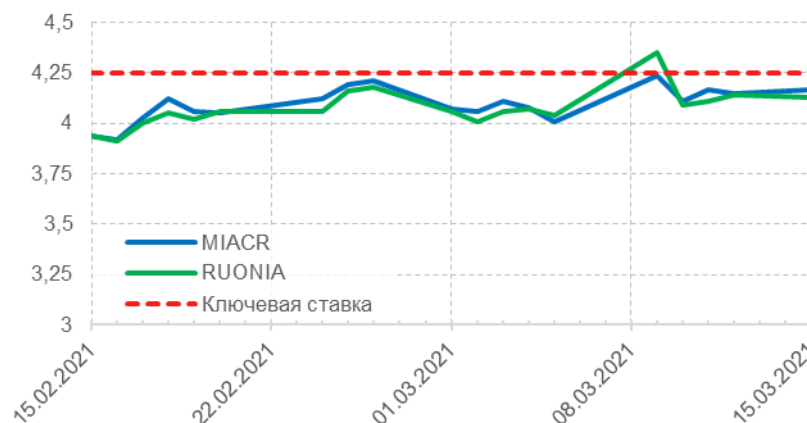
Источник: Московская биржа.

Рис. 5. Динамика курсов доллара и евро (100 = 15.02.2021), в %

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

Денежно-кредитные условия и монетарная политика

В период с последнего заседания Совета директоров Банка России динамика процентных ставок на денежном рынке оставалась вблизи ключевой ставки. После резкого снижения в начале февраля до уровня в 3,3%, обусловленного рядом специфических факторов⁶, индикаторы RUONIA⁷ и MIACR⁸ на межбанковском рынке кредитов овернайт вернулись в диапазон 4,0–4,2% (рис. 6). Доходности ОФЗ в этот же период на коротких и средних сроках (до 15 лет) возросли на 33–54 базисных пунктов, в то время как для длинных выпусков было зафиксировано снижение на 5–11 пунктов, что может отражать ожидания инвесторов относительно повышения ключевой ставки на заседании 19 марта (рис. 7).

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

Источник: Банк России, СРО НФА.

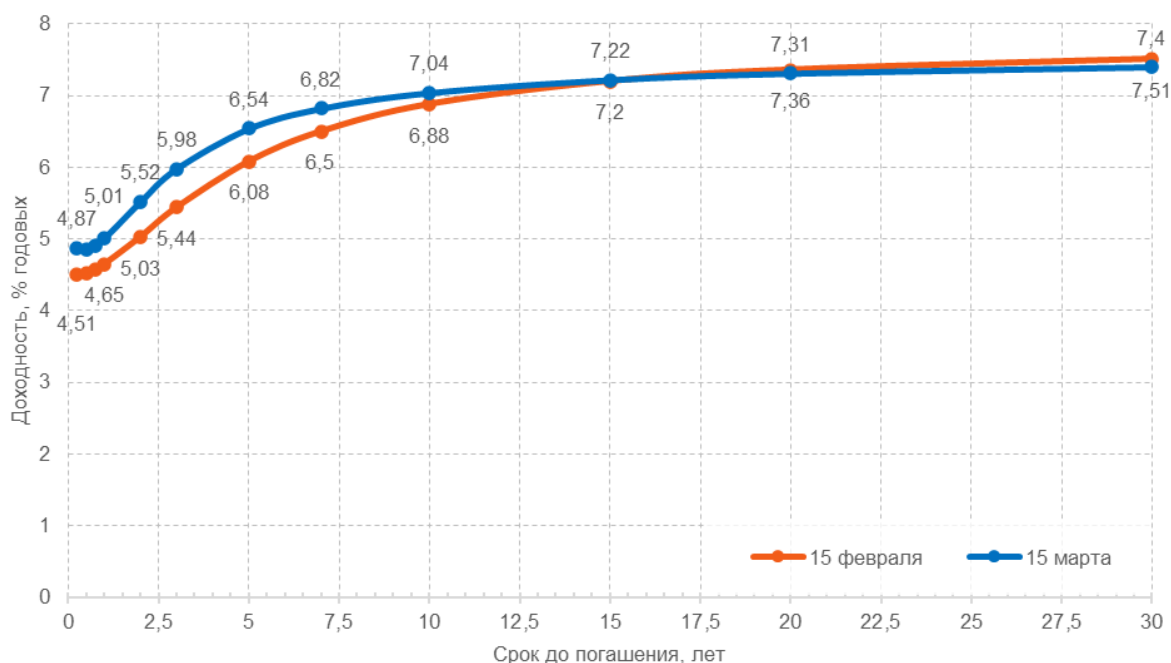
⁶ Более подробно см. «Комментарии о Государстве и Бизнесе» № 340 от 10 февраля 2021 г.

URL: <http://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/442688595.pdf>

⁷ Rouble OverNight Index Average, отражает стоимость привлечения займа «овернайт» банком из числа топ-35 с минимальным кредитным риском.

⁸ 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

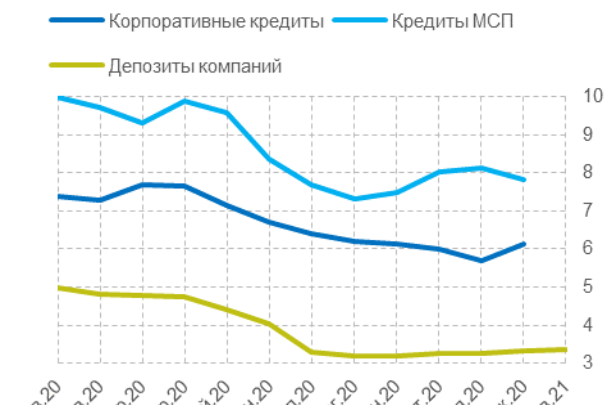


Источник: Московская биржа.

На кредитно-депозитном рынке цикл снижения ставок завершился почти окончательно. Согласно последним доступным данным на конец декабря 2020 года, средневзвешенная ставка для корпоративных заемщиков в российской валюте возросла до 6,12% по сравнению с 5,69% в ноябре, стоимость заимствований для малых и средних предприятий (МСП) снизилась с 8,14 до 7,84%, что, тем не менее, существенно выше минимальных значений конца лета 2020 года (рис. 8). Депозитные ставки для размещения временно свободных средств компаний впервые за последние 6 месяцев вышли из диапазона 3,2–3,3% и по итогам января 2021 года составили 3,36%.

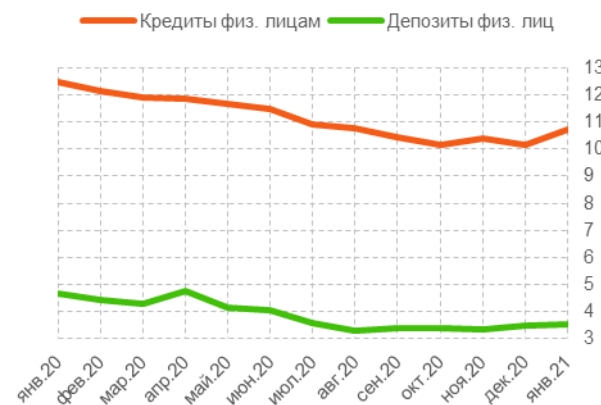
В сегменте физических лиц в начале 2021 года также наблюдался рост ставок: средневзвешенная стоимость рублевых кредитов достигла уровня 10,71% (10,14% месяцем ранее), предложения банков по депозитам выросли незначительно – до 3,53%.

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 19 марта будет принято решение о сохранении ключевой ставки на текущем уровне в 4,25% с отчетливым сигналом о намерении начать цикл повышения ставок на следующих двух заседаниях (23 апреля и 11 июня). На настоящий момент неясно, будет ли ускорение инфляции в феврале 2021 года носить временный или устойчивый характер, хотя инерционный эффект почти наверняка приведет к сохранению повышенных темпов роста цен в марте. При этом ожидания населения, несмотря на данный всплеск, демонстрируют значительное улучшение и не создают нежелательных вторичных эффектов; улучшение же потребительских настроений на данный момент можно оценивать как очень умеренное. Динамика курса рубля в ближайшее время также не должна создавать проинфляционных рисков, а параметры ставок денежного рынка демонстрируют нейтральные ожидания его участников. Несмотря на наличие ожиданий повышения ставки на рынке ОФЗ, на наш взгляд, в настоящий момент это было бы преждевременным по причине недостаточно окрепшего потребительского спроса, а также временного характера ряда проинфляционных факторов со стороны предложения, на которые повышение ключевой ставки не окажет влияния. Кроме того, тренд увеличения ставок на кредитном рынке при его продолжении в текущих условиях сам по себе будет оказывать сдерживающее воздействие на динамику спроса. В данных условиях, по нашему мнению, начало перехода к нейтральной денежно-кредитной политике будет осуществлено по итогам двух последующих заседаний по ключевой ставке в результате ее суммарного увеличения на 50 базисных пунктов.

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.