

# МОНИТОРИНГ

**ПРЕДПОСЫЛКИ  
ДЛЯ СМЯГЧЕНИЯ**

Институт «Центр развития»  
Сафонов И.Н.

## Предпосылки для смягчения

Майская и июньская динамика цен подтверждают гипотезу о быстрой дезинфляции после апрельского пика. В условиях сезонного замедления динамики цен на продовольственные и слабого потребительского спроса на другие товары, а также прекращения эффектов переноса мартовской девальвации в цены и падения выпуска во втором квартале аргументов для сохранения ключевой ставки на текущем уровне практически не остаётся. Некоторую озабоченность может внести лишь рост инфляционных ожиданий населения на перспективу, однако, по нашему мнению, он вскоре сойдёт на нет – после «обнуления» ценовой динамики на продовольствие. Учитывая данные факторы, мы предполагаем, что Центральный банк решится на снижение ключевой ставки на 4 шага, до 4,5%. Текущий прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец года составляет 4,4–4,6%.

### Инфляция

Ускорение ценовой динамики в марте и апреле 2020 года оказалось краткосрочным и в мае темпы роста потребительских цен продемонстрировали резкое замедление. С учётом корректировки данных Росстата на сезонность за последний месяц весны ИПЦ вырос на 0,2% по сравнению с 0,5 и 0,8% в предыдущие два месяца (рис. 1). Накопленная с начала года инфляция<sup>1</sup> достигла 1,9%, а прирост цен по отношению к соответствующему периоду прошлого года составил 3,0% (3,1% по итогам апреля).

Как уже нами отмечалось<sup>2</sup>, наибольшее замедление произошло в сегменте продовольственных товаров: после пикового ускорения в апреле до 1,5% в месячном выражении прирост в мае составил лишь 0,2%. Одним из основных факторов снижения стала дина-

мика цен на плодоовощную продукцию, которая в преддверии лета дешевела даже быстрее чем обычно – дефляция в данной группе составила 1,1% (снижение на 0,4% до корректировки на сезонность), а также цены на сахар, которые после рекордных приростов в марте и апреле на 12,6 и 6,2% соответственно, в мае подешевели на 2,9%. С учётом сезонности относительно высокой оставалась динамика цен на яйца куриные (+5,7%), несмотря на то, что в абсолютном выражении они подешевели на 4,6%, макаронные и крупяные изделия (+3,4%), чай и кофе (+1,5%) и «прочие» продовольственные товары (+1,1%); более умеренными темпами дорожали сыры и кондитерские изделия (+0,7%), масло и жиры (+0,6%), молоко, хлеб и рыбопродукты (+0,5%). Мясные изделия при этом подешевели незначительно на 0,4%.

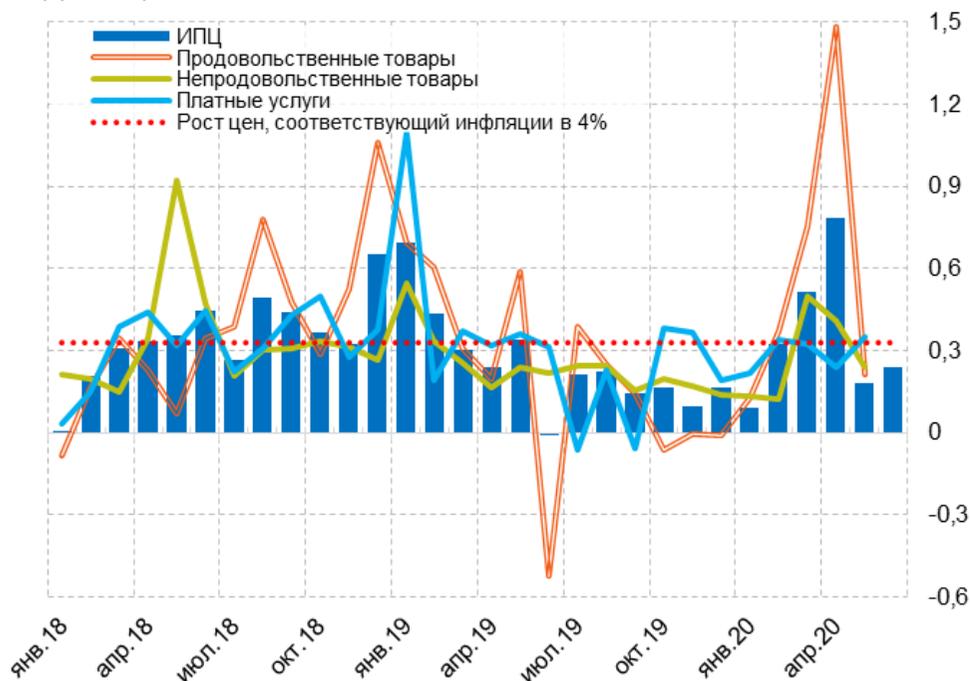
Динамика увеличения цен в сегменте непродовольственных товаров также замедлилась с 0,4% в апреле до 0,2% в мае. Как и в предыдущем месяце наибольший прирост был зафиксирован на табачную продукцию (+0,7% к апрелю), моющие и чистящие средства (+0,6%), легковые автомобили (+0,5%); а дешевеющим оставался автомобильный бензин (-0,4%). Медицинские товары наряду со строительными материалами дорожали более умеренно – на 0,4% за месяц.

Рост цен на платные услуги в мае ускорился до 0,3% (0,2% в апреле) за счёт удорожания услуг связи (+1,1%), а также пассажирского транспорта (+1,1%), в частности, железнодорожного (+2,5% в месячном выражении). Образовательные услуги на фоне дистанционного обучения стали дороже на 0,5%, динамика стоимости остальных услуг осталась на уровне 0,2–0,3%. При этом санитарные ограничения и коронавирус повлияли на гостиницы и санатории – за май цены в них снизились на 0,8 и 0,5% соответственно.

<sup>1</sup> Цифры здесь и далее приведены с исключением сезонного фактора.

<sup>2</sup> Сафонов И. Де(зин)фляция не за горами // Комментарии о Государстве и Бизнесе. № 283. 27 мая 2020 г. URL: <https://dcenter.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/367962468.pdf>

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



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

Текущая динамика сезонно скорректированного индекса базового ИПЦ (+0,3%), рассчитываемого Институтом «Центр развития» НИУ ВШЭ и исключая товары и услуги, цены на которые сильно зависят от административного и погодного факторов, в мае снизилась в 2 раза по сравнению с апрелем (табл. 1). Прирост аналогичного индекса, рассчитываемого Росстатом, также характеризовался замедлением с 0,5 до 0,3%.

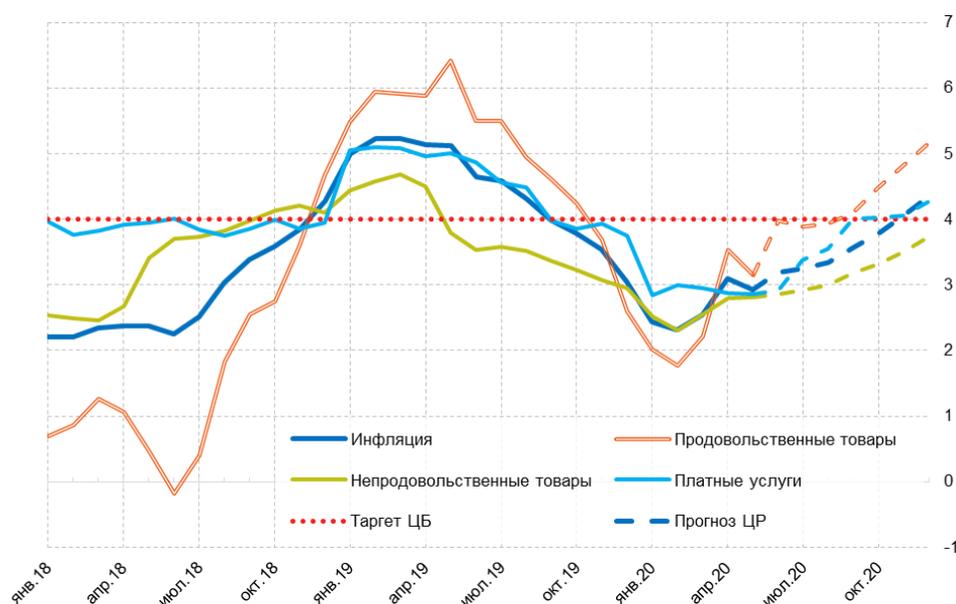
тия» НИУ ВШЭ.

Мы полагаем, что с приближением периода сбора урожая для ряда плодовоовощных культур в июле продуктовая инфляция про-

должит снижаться, что послужит главным дезинфляционным фактором в летние месяцы. По мере отмены ограничений, связанных с режимом самоизоляции, и восстановления потребительского спроса динамика цен на непродовольственные товары и услуги, напротив, будет ускоряться. При этом, по нашему мнению, цены на платные услуги будут ускоряться в первую очередь на протяжении ближайших летних месяцев, что обусловлено особенностями восстановления спроса на них, а также плановым ростом стоимости жилищно-коммунальных услуг с июня. Динамика цен на непродовольственные товары на первом этапе, наоборот, будет более плавной из-за низкой потребительской уверенности и нежелания совершать крупные покупки; кроме того, на неё окажет воздействие окончание влияния эффектов переноса мартовской девальвации рубля в цены. В осенне-зимний период, по мере улучшения ситуации с занятостью в экономике и восстановления спроса, рост цен на товары непродовольственной группы будет носить более выраженный характер и достигнет максимума в предновогодний период. Текущий прогноз Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по инфляции на конец года составляет 4,4–4,6% (рис. 2).

### Инфляционные ожидания населения

В апреле 2020 года, в условиях введения санитарных и ограничительных мер для предотвращения распространения коронавирусной инфекции, регулярные опросы населения ООО «инФОМ» по заказу Банка России относительно их ценовых ожиданий в формате личного интервью были заменены телефонными опросами. Из-за существенных методологических отличий их результаты оказались не сопоставимыми с данными предыдущих опросов, в результате чего публикация оценок роста цен населением за последние 12 месяцев и их ожидаемого изменения в будущем на идентичном временном горизонте Банком России не производилась.

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


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

Данные последнего мартовского опроса демонстрировали тенденцию к снижению обоих показателей до минимальных уровней за последние два года (рис. 3), которая наверняка оказалась прервана по мере проявления экономических последствий коронавируса. В телефонных интервью большинство опрошенных продолжили в первую очередь отмечать рост цен на продукты питания, однако доля респондентов, заявлявших об их удорожании, снизилась с 64% в начале апреля до 56% ко второй половине мая. Повышение стоимости непродовольственных товаров на полках магазинов в мае заметили 8% опрошенных (13% в начале апреля), рост платы за услуги – 3% (4% до этого). Большая часть интервьюируемых (46%, рис. 4) по-прежнему оценивает текущий уровень инфляции как заметно возросший по сравнению с началом года, ещё 30% полагают, что он немного выше. Учитывая отсутствие существенных изменений в указанных оценках, можно заключить, что показатель воспринимаемой населением инфляции за прошедшие 12 месяцев находится на стабильном уровне после изначального роста.

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

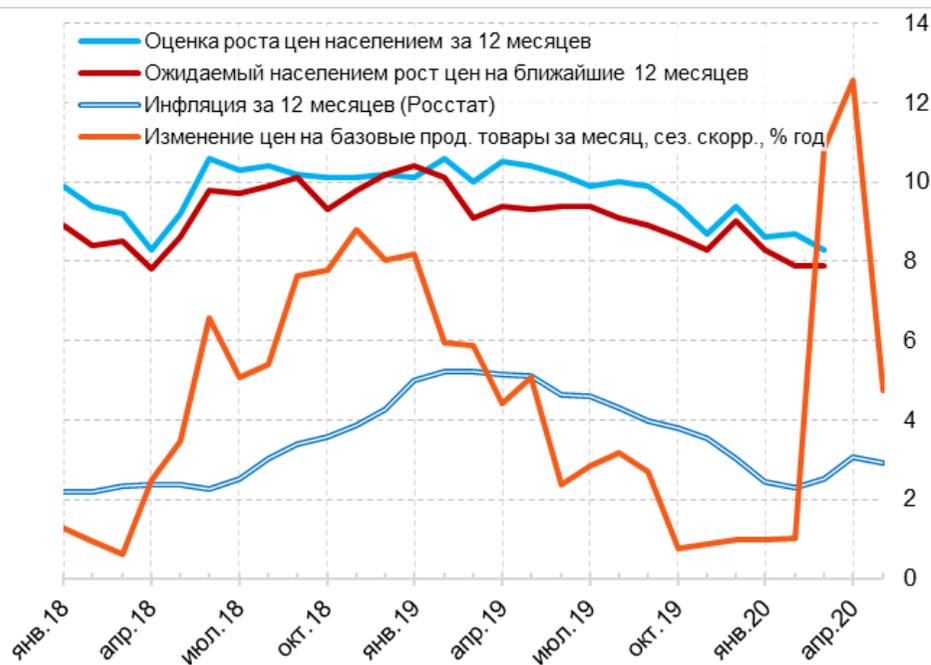
	2019						2020							
	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн*
% к предыдущему месяцу														
Все товары и услуги	0,3	0,0	0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,2	0,2
продовольственные товары	0,4	-0,5	-0,3	-0,9	-0,4	0,2	0,5	0,6	0,7	0,6	1,0	1,7	0,2	н/д

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

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

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

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

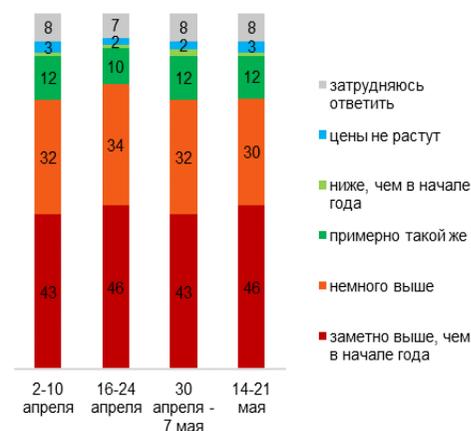


Источник: Банк России, инФОМ, CEIC Data (Росстат), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Вместе с тем распределение ответов об ожидаемой инфляции на временном горизонте 12 месяцев (рис. 5) в ходе последнего опроса изменилось в худшую сторону: 40% респондентов (ранее 37%) уверены, что рост цен через год будет заметно выше по сравнению с текущим, ещё 18% (16% раньше) считают, что он будет немного выше. Процент тех, кто считает, что темпы роста цен останутся теми же что и сейчас снизился с 11% до 10%. В связи с этим можно констатировать ухудшение ценовых ожиданий на перспективу, хотя и в ограниченных масштабах. Дальнейшее изменение настроений в значительной степени будет зависеть от динамики цен в продовольственном сегменте, как наиболее значимом и пристально отслеживаемом населением по

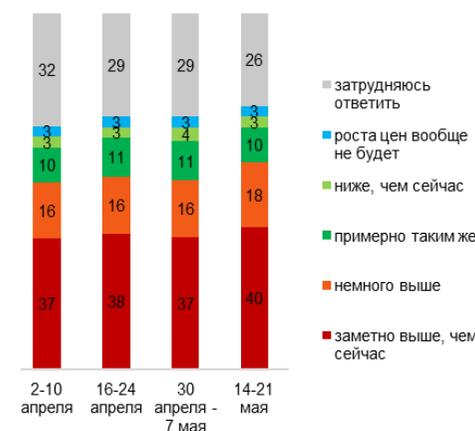
причине совершения регулярных покупок. В том случае, если рост цен в данном сегменте действительно окажется незначительным в летние месяцы, а также при отсутствии существенных колебаний курса рубля в сторону понижения, ценовые ожидания домохозяйств на перспективу могут снова перейти к снижению.

**Рис. 4.** Оценка населением текущего роста цен по сравнению с началом года, в %



Источник: Банк России, «инФОМ».

**Рис. 5.** Оценка населением роста цен через год по сравнению с текущим, в %

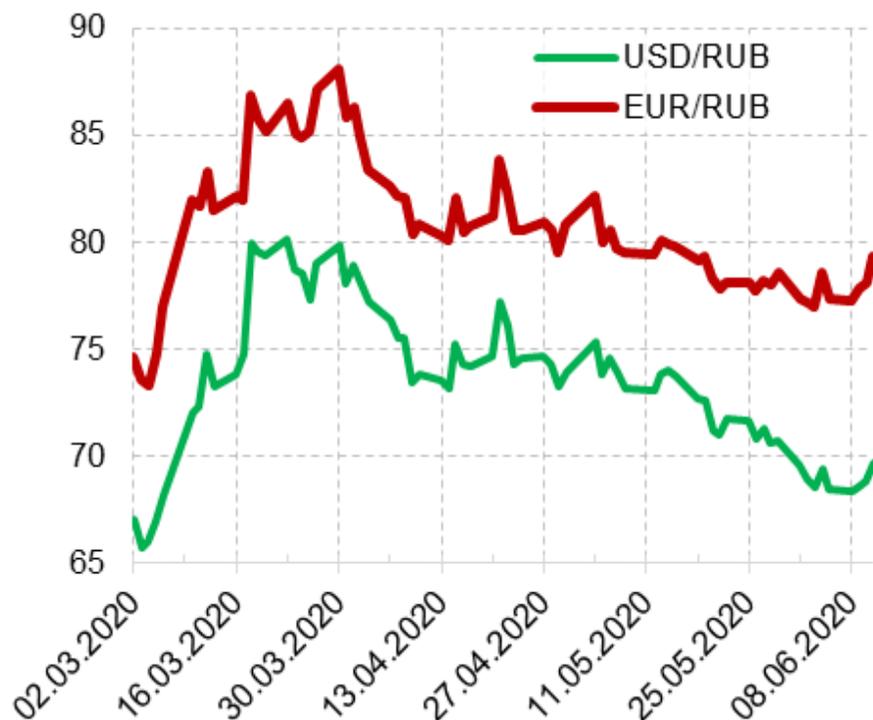


Источник: Банк России, «инФОМ».

### Валютный курс

После резкого падения в марте 2020 года курс рубля продолжил медленно укрепляться. В начале июня курс доллара на Московской бирже впервые с начала марта перешагнул отметку в 70 рублей, а курс евро закрепился в районе 77 рублей (рис. 6). Поддержка рубля в мае была обеспечена ростом торгового профицита на фоне почти двукратного увеличения среднемесячной цены российской нефти на мировом рынке и снижением стоимости импорта.

**Рис. 6.** Курсы доллара и евро, руб./ед. валюты

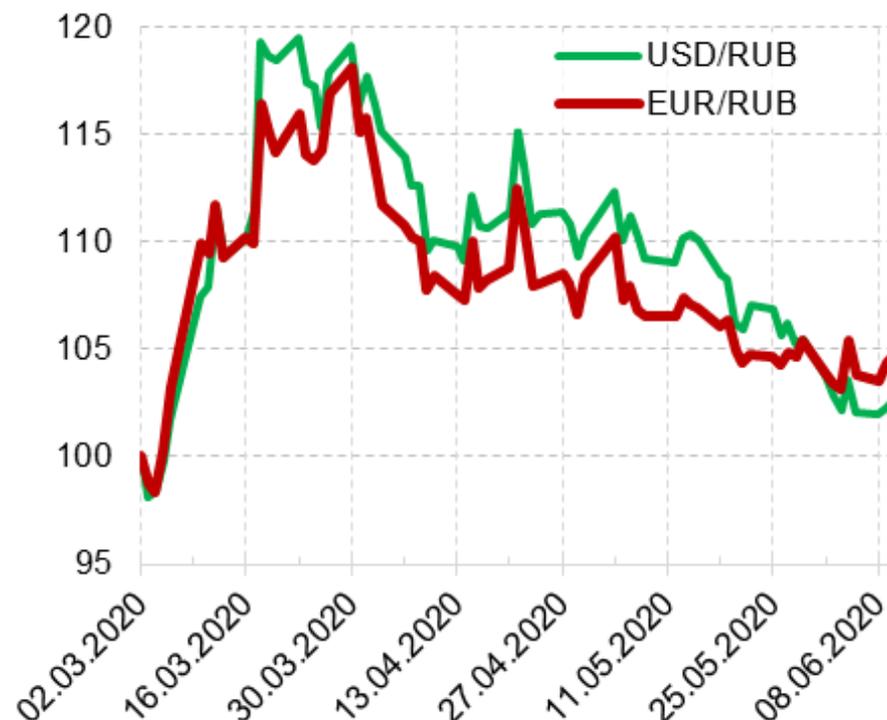


Источник: Московская Биржа.

Кроме того, в указанный период Банк России продолжил осуществлять продажу валюты в рамках как механизма бюджетного правила, так и сделки с пакетом акций Сбербанка<sup>3</sup>.

По нашим оценкам, вклад 20%-ной мартовской девальвации (рис. 7) в годовую инфляцию составит 0,2–0,3%, а рост цен лишь в

**Рис. 7.** Динамика курсов доллара и евро (02.03.2020 = 100), в %



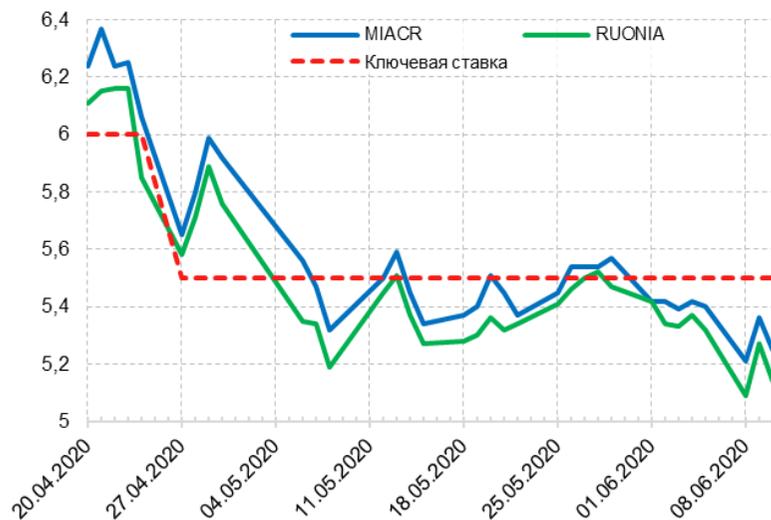
Источник: Московская Биржа, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

апреле прибавил за счёт данного фактора порядка 0,1% в терминах месячного роста цен, в мае аналогичная прибавка составила около 0,04%. При этом из-за ухудшения ситуации с занятостью, падения доходов и санитарных ограничений эффекты переноса, скорее всего, оказались смягчены вследствие невозможности их

<sup>3</sup> Пухов С. В мае отток усилился, но и профицит текущего счёта вырос // Комментарии о Государстве и Бизнесе. № 288. 10 июня 2020 г. URL: <https://dcenter.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/371867390.pdf>

полной трансляции на товарные рынки в данных условиях. Мы предполагаем окончание влияния данного фактора на инфляцию начиная с середины июня. Воздействие происходившего в течение апреля-мая укрепления курса рубля в отсутствие новых шоков будет превалировать на протяжении оставшейся части лета, однако его дезинфляционный эффект будет практически на порядок меньше.

**Рис. 8.** Процентные ставки сегмента овернайт денежного рынка, в % годовых



Источник: Банк России.

### Денежно-кредитные условия и монетарная политика

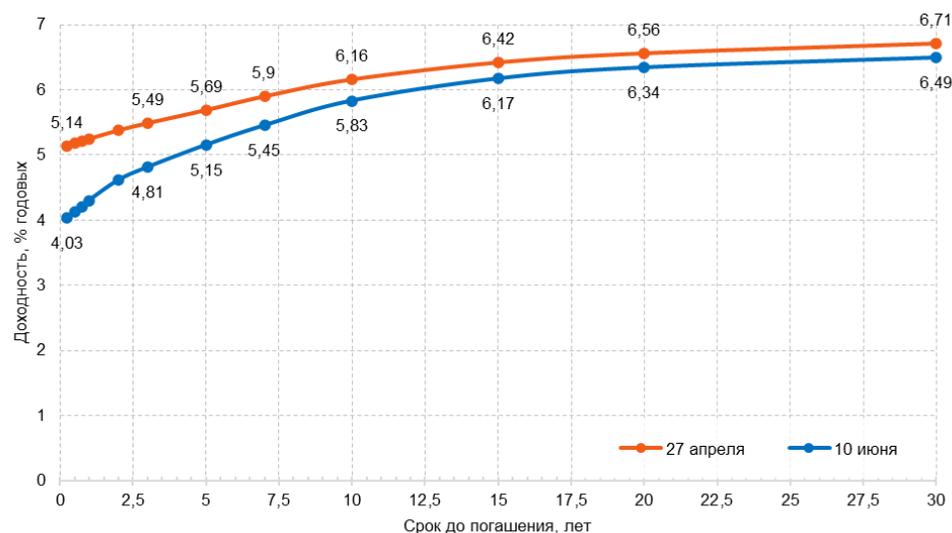
За период с последнего заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке динамика процентных ставок на денежном и финансовом рынке сформировалась в сторону понижения.

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

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

На межбанковском рынке кредитов овернайт ставка RUONIA<sup>4</sup> опустилась на 44 базисных пункта – с 5,58% на 27 апреля до 5,14% на 10 июня; ставка MIACR<sup>5</sup> снизилась с 5,65% на 40 базисных пунктов – до 5,25% (рис. 8). Доходности на рынке ОФЗ также снизились на 20–110 базисных пунктов в зависимости от периода погашения на фоне снижения премий за риск и улучшения перспектив по восстановлению мировой экономики (рис. 9).

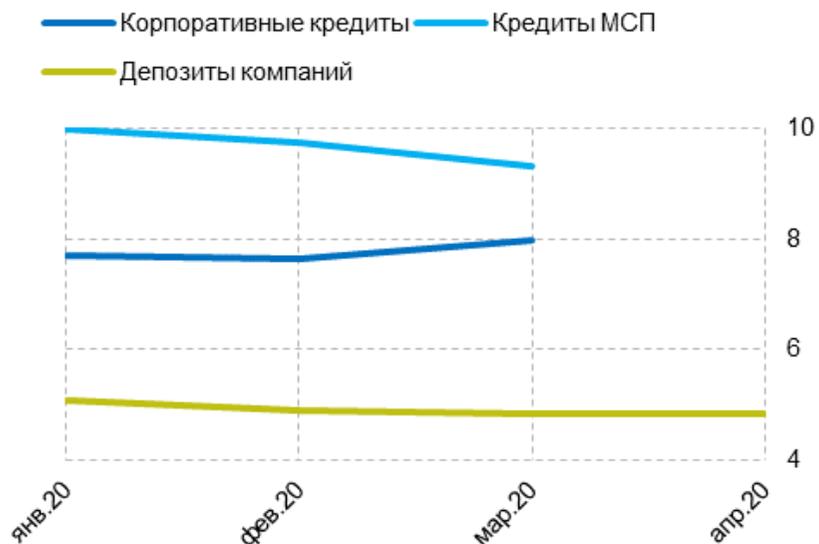
**Рис. 9.** Кривая бескупонной доходности ОФЗ



Источник: Московская Биржа.

Динамика процентных ставок на кредитно-депозитном рынке за последние 1,5 месяца остаётся неопределённой в связи с задержками выхода статистики. По состоянию на конец марта средневзвешенная ставка кредитного рынка для корпоративных заёмщиков выросла до 8% по сравнению с 7,6% в феврале (рис. 10).

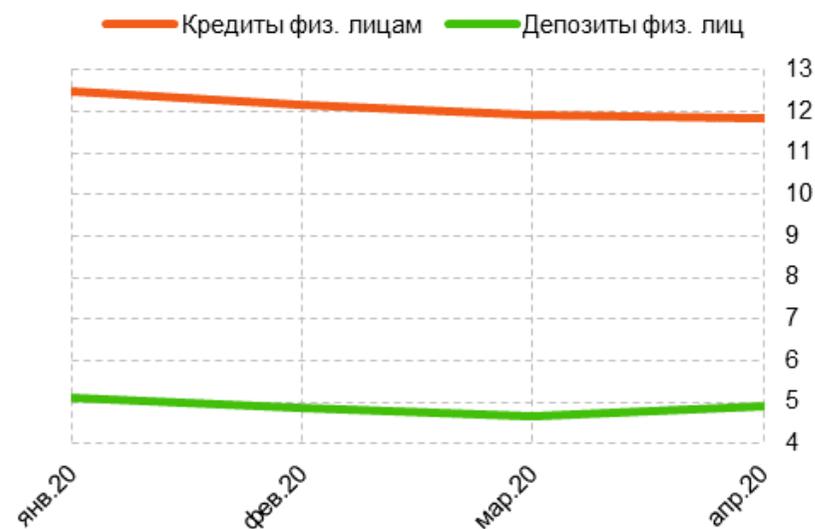
**Рис. 10.** Средневзвешенные ставки по кредитам и депозитам компаний, в % годовых



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

При этом ставка для субъектов МСП, наоборот, продолжила снижаться с 10%-ного уровня в начале года до 9,3%, в том числе за счёт старта выдачи целевых кредитов на поддержку занятости и рефинансирование. Учитывая, что основной этап программы льготного кредитования предпринимательства пришёлся на апрель-май, следует ожидать дальнейшего снижения ставок по итогам этих месяцев. Депозитные ставки компаний для размещения временно свободных средств не претерпели существенных изменений и в среднем остались на уровне 4,8%.

**Рис. 11.** Средневзвешенные ставки по кредитам и депозитам физических лиц, в % годовых



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

Средневзвешенная процентная ставка по кредитам физических лиц продолжила снижаться с начала года и составила 11,9% по состоянию на конец апреля (рис. 11). Динамика её снижения замедлилась в последние два месяца на фоне усложнившейся ситуации с занятостью – до начала марта она снижалась на 0,3% ежемесячно. Ставки по депозитам физических лиц в апреле отыграли мартовское снижение до 4,7%, увеличившись до 4,9% на фоне возрастания потребности банков в долгосрочном фондировании из-за дисбаланса срочности активов и пассивов<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Сафонов И. Де(зин)фляция не за горами // Комментарии о Государстве и Бизнесе. № 283. 20 мая 2020 г. URL: <https://dcenter.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/367962468.pdf>

В данных условиях мы полагаем, что основными вариантами изменения ключевой ставки Банка России на заседании Совета директоров 19 июня будет снижение на 50 и 100 базисных пунктов (2 и 4 шага соответственно). Текущий баланс дезинфляционных и проинфляционных рисков в ближайшие месяцы явно смещён в сторону первых вследствие перехода населения к сберегательной модели<sup>7</sup> и более слабого частного спроса, а также укрепления курса рубля. Единственным вызывающим опасение фактором является рост инфляционных ожиданий и нарастание сопутствующих ему вторичных эффектов, однако он будет нивелирован за счёт традиционной летней дезинфляции в продовольственном секторе. В целом же вследствие градуированного снятия ограничений в российских регионах восстановление потребительского спроса не будет иметь резкого характера и реализуется лишь в осенне-зимний период. Учитывая оцениваемый масштаб падения экономики во втором квартале, мы предполагаем, что Центральный банк решится на более агрессивное смягчение своей политики, чем уже проявившееся снижение стоимости заимствований на денежном рынке, и снизит ключевую ставку до 4,5%. Ставки на кредитно-депозитном рынке при этом должны последовать за этим трендом, что поддержит экономическую активность и будет способствовать восстановлению совокупного спроса.

---

<sup>7</sup> Кондрашов Н. Апрель – дно, да не во всем // Комментарии о Государстве и Бизнесе. № 286. 3 июня 2020 г. URL: <https://dcenter.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/370033718.pdf>