



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Сентябрь 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Первые признаки увеличения инфляционного давления	5
2. Экономическая динамика	10
2.1. Структурная трансформация и денежно-кредитная политика	12
2.2. Внутренний спрос оживил экономическую активность	15
2.3. Кредитная активность восстанавливается	19
3. Финансовые рынки	22
3.1. Доходности длинных ОФЗ остаются высокими	22
3.2. Свободные мощности по добыче нефти в мире снижаются	24
В фокусе. Об оценке устойчивого инфляционного давления в текущей ситуации	27

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 31.08.2022.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM
107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

Краткое содержание

Итоги

- В июле – августе экономическая активность в целом несколько оживилась при сохранении высокой неоднородности и неустойчивости в динамике разных отраслей. При этом экономике еще в значительной степени предстоит адаптироваться к новым условиям. Действие разовых дезинфляционных факторов, прежде всего ранее произошедшего укрепления рубля, ослабевает. Одновременно растет потребительская активность, в том числе подпитываемая оживлением потребительского кредитования. Все более значительный вклад в совокупный спрос вносит бюджет. Следствием этих тенденций станет постепенное усиление инфляционного давления в экономике.
 - Динамика российской экономики в настоящее время определяется сочетанием нескольких разнонаправленных факторов. Во-первых, длящейся паузой после февральского финансового шока до проявления основных последствий от значительного снижения импорта промежуточных и инвестиционных товаров. Во-вторых, «окном возможностей» для энергетического экспорта до вступления в действие ограничений со стороны Евросоюза. В-третьих, постепенной адаптацией наиболее пострадавших отраслей (например, автомобилестроения) за счет упрощения производимой линейки продукции. В-четвертых, ростом в отраслях, способных быстро обеспечить замену импорта (например, производство потребительских товаров) либо ориентированных на госзаказ.
 - Инфляционная картина постепенно меняется. Произошедшее укрепление рубля по-прежнему создает дезинфляционное давление на многих сегментах рынка, в том числе потребительского. Вместе с тем с июля устойчиво растет доля товаров и услуг, текущие темпы роста цен на которые превышают 4%. Одновременно уменьшается доля товаров и услуг, цены на которые снижаются. Вероятно, эти тенденции сохранятся, учитывая происходящее снижение нормы сбережений (в том числе в результате оживления потребительского кредитования) и все более выраженный стимулирующий характер бюджетной политики. В 2024 году инфляция вернется к 4% с учетом проводимой денежно-кредитной политики.
 - Доходности российских рублевых облигаций в целом стабилизировались. Премия за риск и инфляционная премия, отражаемые в ценах средне- и долгосрочных облигаций, указывают на снизившуюся чувствительность их цен к изменению ключевой ставки.

В фокусе. Об оценке устойчивого инфляционного давления в текущих условиях

- Снижение общего уровня цен с мая и значительное замедление годовой инфляции во многом вызваны действием разовых и временных факторов. При этом резкие изменения в ценовой динамике и значительный масштаб влияния дезинфляционных факторов в 2022 году затрудняют оценку устойчивого инфляционного давления, которая наиболее важна при принятии решений по денежно-кредитной политике.
- Различные показатели базовой инфляции в меньшей степени, чем общая динамика цен, зависят от разовых и временных факторов, но и они не защищены полностью от их влияния. В такой ситуации особенно важно использовать косвенные оценки на основе динамики других макроэкономических переменных: денежных агрегатов, показателей состояния рынка труда и других.
- Совокупность показателей указывает на то, что устойчивое инфляционное давление сейчас находится на уровне цели по инфляции Банка России или выше. При этом риски на среднесрочной перспективе смещены в сторону проинфляционных.

1. Инфляция

Годовая инфляция замедляется при сохранении близких к нулю темпов роста цен с учетом сезонности. Фактическое и ожидаемое изменение отпускных цен предприятий по данным большинства опросов также указывает на пониженный инфляционный фон в настоящее время. Замедление годовой инфляции в ближайшие месяцы продолжится с учетом ухода из расчета высоких темпов роста цен в конце прошлого года. Это происходит благодаря сильным дезинфляционным факторам *разового* характера, прежде всего укрепившемуся рублю.

Вместе с тем ряд ценовых показателей, характеризующих наиболее устойчивые тенденции в ценовой динамике (в частности, медиана, трендовая инфляция, доля компонентов потребительской корзины, цены на которые растут быстрее 4% в пересчете на год), а также сохранение инфляционных ожиданий населения на повышенном уровне указывают на некоторое усиление инфляционного давления. Это означает, что *текущие* темпы роста потребительских цен в предстоящие месяцы увеличатся с поправкой на сезонность. Это связано в первую очередь с постепенным исчерпанием эффекта переноса от укрепления рубля и оживлением потребительского спроса вследствие смягчения условий кредитования и снижения склонности к сбережению.

1.1. Первые признаки увеличения инфляционного давления

- В июле годовая инфляция понизилась до 15,1%. Снижение цен в месячном выражении с поправкой на сезонность продолжилось: цены на товары уменьшались, в то время как в секторе услуг рост цен остался на повышенном относительно цели Банка России уровне.
- Снижение цен на товарном рынке во многом вызвано разовыми факторами, в том числе «компенсационной» корректировкой после всплеска цен в марте – апреле. Усиливает процесс произошедшее с марта укрепление рубля, сдерживающее рост издержек предприятий и цену импортных товаров, предложение которых расширилось после введения механизма параллельного импорта.
- Вместе с тем показатели, характеризующие наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, указывают на повышенный инфляционный фон. Об этом же свидетельствует динамика цен на отдельные компоненты потребительской корзины – в частности, на рыночные (нерегулируемые) услуги.
- Недельные данные указывают на некоторое усиление инфляционного давления в августе, несмотря на снижение общего индекса потребительских цен.
- Ускорение роста денежной массы на фоне оживления кредитования в сочетании с усилением бюджетного импульса при сохраняющихся ограничениях на стороне предложения – один из основных проинфляционных рисков.

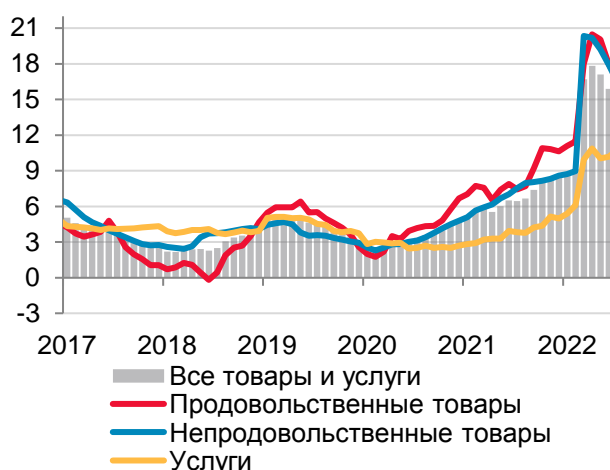
В июле годовая инфляция понизилась до 15,1 с 15,9% в июне (Таблица 1, Рисунок 1). Годовые темпы роста цен на товарном рынке продолжили снижение, при этом выросли в секторе услуг. За месяц цены снизились на 3,2% м/м SAAR (Рисунок 3).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Июл. 2020	Июл. 2021	Май 2022	Июн. 2022	Июл. 2022
% г/г					
Все товары и услуги	3,4	6,5	17,1	15,9	15,1
Базовая инфляция	3,0	6,8	19,9	19,2	18,4
Прод. товары	4,2	7,4	20,1	18,0	16,8
Непрод. товары	3,1	7,6	19,2	17,9	16,5
Услуги	2,5	3,8	10,0	10,2	10,8
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	5,2	5,2	2,0	-2,8	-3,2
Базовая инфляция	5,7	8,9	4,0	2,8	1,1
Прод. товары	9,5	4,5	8,3	-8,4	-8,1
– без плодоовощей	4,8	6,9	16,1	4,9	-0,2
Непрод. товары	4,7	10,9	-0,7	-3,9	-4,1
– без нефтепродуктов и табака	3,5	10,5	-0,9	-4,7	-4,9
Услуги	0,2	-1,0	-3,3	8,0	5,9
– без ЖКУ	2,1	-2,4	-7,5	10,2	4,7

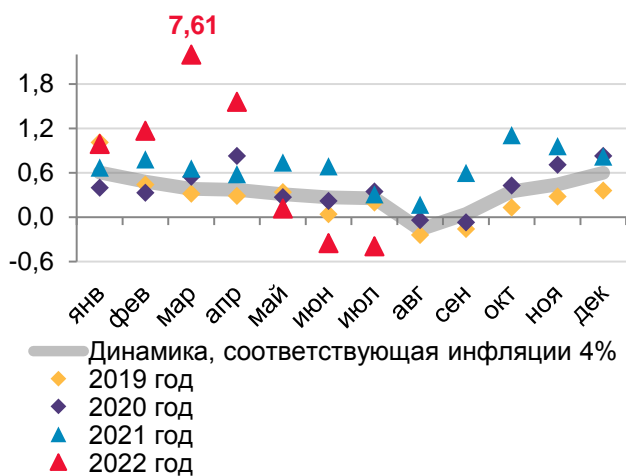
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 1. Инфляция и ее компоненты, % г/г



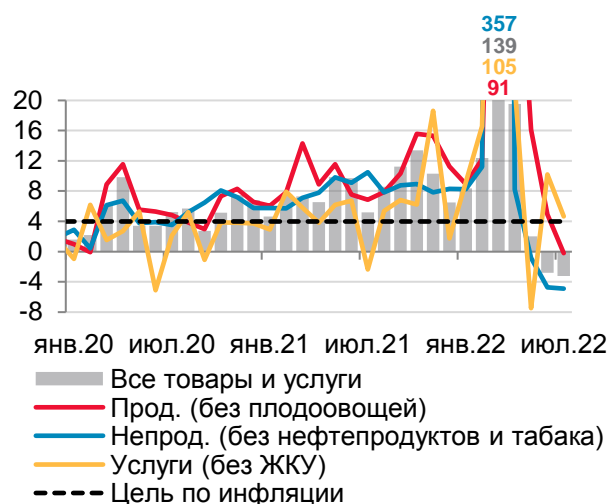
Источник: Росстат.

Рисунок 2. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Высокими темпами продолжали снижаться цены на продовольствие: на 8,1% после 8,4% м/м SAAR в июне. Основным драйвером остается опережающее сезонность удешевление плодоовощной продукции, хотя его масштаб несколько уменьшился (Рисунок 4). Снижение цен на плодоовощную продукцию продолжается с апреля и уже компенсировало рост, зафиксированный в марте (-18% за апрель – июль против +13% м/м в марте с учетом сезонности).

Рисунок 4. Индекс цен на плодоовощную продукцию, январь 2018 = 100%



* Включает картофель, капусту, лук, свеклу и морковь.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным* компонентам, % м/м SAAR



* 558 компонент в корзине 2022 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

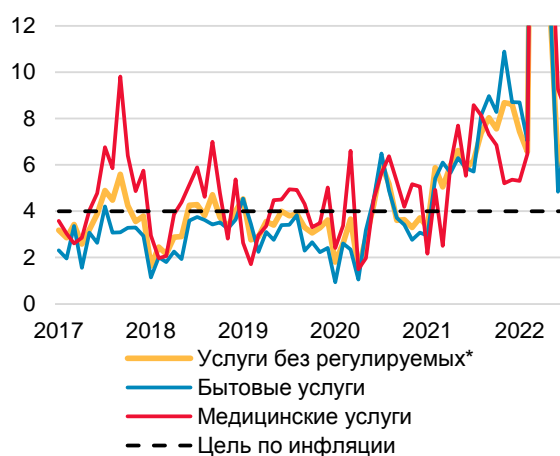
Без учета плодоовощной продукции снижение цен на продовольствие составило 0,2% м/м SAAR. Это было вызвано снижением цен на отдельные позиции с высоким удельным весом в потребительской корзине (некоторые мясопродукты, сахар, чай, кофе, макароны и крупы) и замедлением роста цен по широкому перечню продуктов питания. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам продовольственных товаров, снизилась до 2,4 с 7,0% м/м SAAR в июне. Во многом такой динамике способствует стабильное внутреннее предложение продовольственных товаров и вероятное снижение или стабилизация издержек после их роста в II квартале.

Рисунок 6. Курс доллара США к рублю (%) и медианные значения ИПЦ, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Динамика цен на нерегулируемые услуги, % м/м SAAR



* Без ЖКУ, некоторых видов транспорта и образования, туризма, банков.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В непродовольственном сегменте снижение цен продолжилось третий месяц подряд и составило 4,1% м/м SAAR, незначительно ускорившись по сравнению с июнем. Продолжилось снижение стоимости товаров с высокой зависимостью от валютного курса (Рисунок 6). Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам непродовольственных товаров, остается близкой к нулю (Рисунок 5). Фактором, сдерживающим рост цен в этом сегменте, выступает увеличение предложения, поддерживаемое перестройкой логистики в рамках постепенной адаптации производителей к новым условиям, налаживанием поставок по схеме параллельного импорта, а также запуском продаж подержанной техники на отдельных площадках. В мае – июне запасы товаров, разрешенных для ввоза по схеме параллельного импорта, восстановились после снижения в марте – апреле (Рисунок 12).

В секторе услуг месячный темп роста цен замедлился, однако оставался повышенным – 5,9% в июле после 8,0% м/м SAAR в июне. В июле традиционно происходит индексация тарифов на ЖКУ. Рост тарифов в среднем составил 4,5%, что соответствует [запланированной](#) на 2022 год индексации (2,9–6,5% в зависимости от региона)¹.

Одним из показателей инфляционного давления на потребительском рынке, очищенного от влияния разовых и временных факторов, может служить динамика стоимости рыночных (административно нерегулируемых) услуг: они в меньшей степени, чем товары, зависят от действия разовых факторов на стороне предложения и в большей степени – от динамики заработных плат и общей ситуации на рынке труда. В июне – июле темп роста цен на нерегулируемые услуги оставался на повышенном уровне 6–8% м/м SAAR (Рисунок 6). Примерно на таком же уровне остается и медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам услуг (Рисунок 5).

Рисунок 8. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России*, % г/г



Рисунок 9. Модифицированные показатели базовой инфляции, % 3М SAAR



* Показатель рассчитан на скользящем 5-летнем периоде. Источники: Росстат, расчеты ДИП.

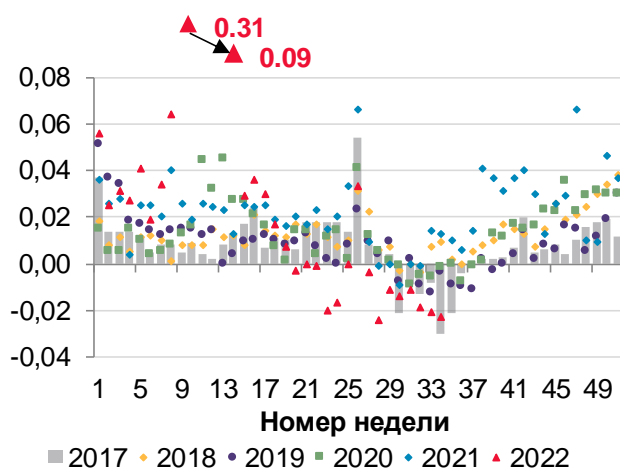
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹ Рост тарифов на коммунальные услуги в пределах запланированного повышения не окажет значимого влияния на динамику годовой инфляции.

Показатель трендовой инфляции также указывает на сохранение инфляционного давления на повышенном уровне – более 4%. Так, в июле значение показателя составило 9,1% (в июне – 9,5%) (Рисунок 8). Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции понизилось в июле до 3,9% (в июне – 11,1% 3M SAAR) (Рисунок 9). Замедление роста цен происходит по широкому перечню потребительских товаров и услуг, компенсируя резкое ускорение роста в марте. При этом сохраняющийся разрыв между динамикой общего уровня цен и оценками показателей, характеризующих наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, указывает на значительное влияние со стороны временных и разовых дезинфляционных факторов.

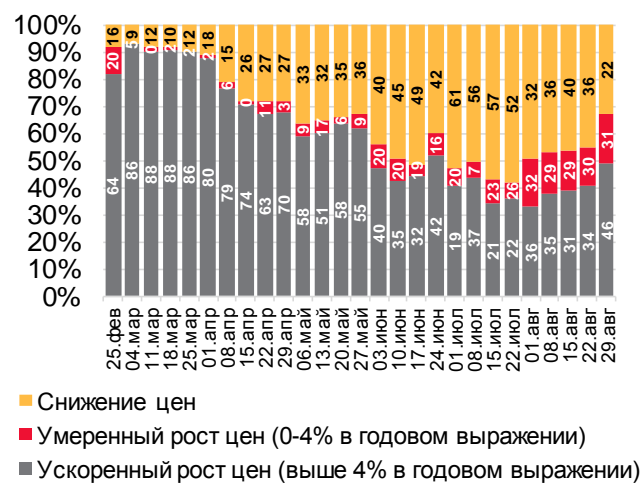
Недельная статистика цен свидетельствует о постепенном усилении инфляционного давления в августе. Снижение общего уровня цен продолжилось, однако по сравнению с июлем увеличилось число товаров и услуг², цены на которые растут темпом выше 4% в пересчете на год, и уменьшилось количество позиций, цены на которые снижаются (Рисунок 10, Рисунок 11). Снижение цен на плодоовощную продукцию приблизилось к сезонной норме. Тем не менее по итогам августа годовая инфляция замедлится из-за ухода эффекта высокой базы 2021 года.

Рисунок 10. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Распределение индексов цен наблюдаемых на недельной основе категорий товаров и услуг*



* Столбцы – доля позиций (без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг, всего – 85 категорий) Цифры – их вес в недельной оценке ИПЦ (без учета плодоовощной продукции, регулируемых услуг и веса дооценки).

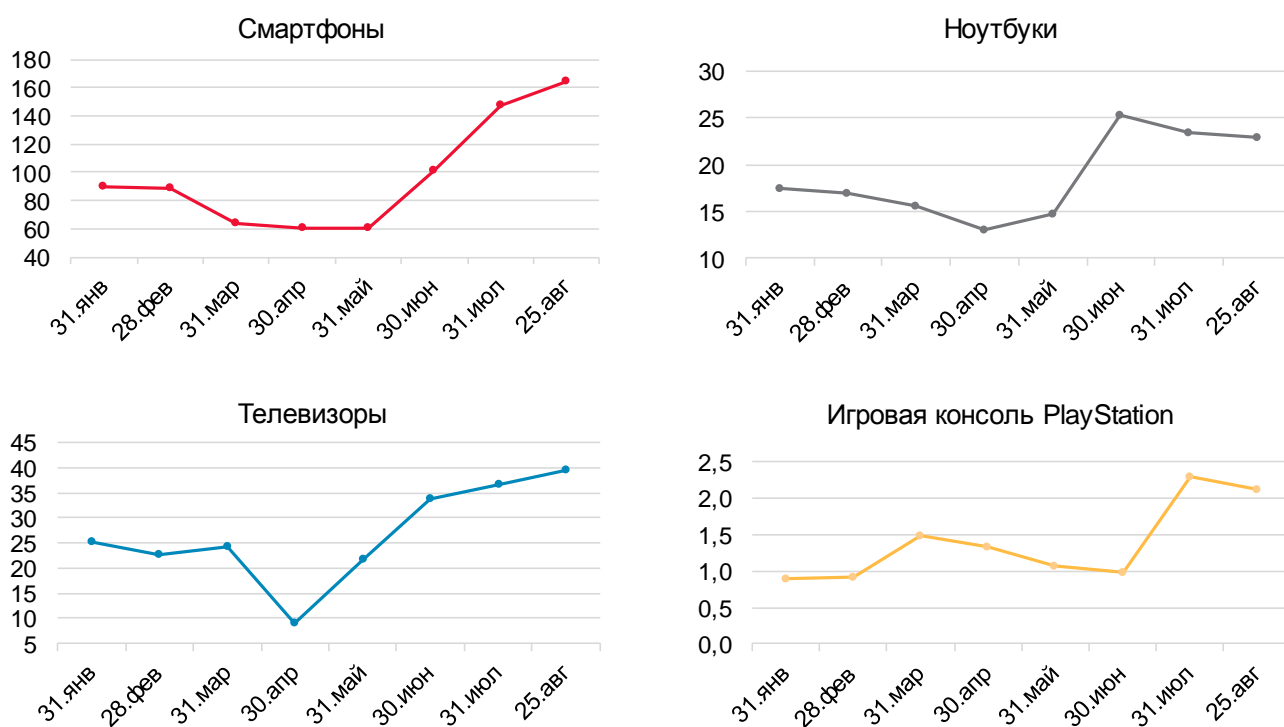
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Баланс рисков на среднесрочной перспективе по-прежнему смещен в сторону проинфляционных. Ускорение роста денежной массы до максимального уровня с 2012 года (19,3% г/г в июле) на фоне оживления кредитования и усиления бюджетного импульса при сохраняющихся ограничениях на стороне предложения – один из основных факторов риска ускорения роста цен. Структурная перестройка экономики и ее адаптация к

² Без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

новым внешним условиям, в том числе к изменению относительных цен, требуют времени. Банк России учитывает это при проведении денежно-кредитной политики (ДКП), направленной на возвращение инфляции в цели. В результате годовая инфляция снизится постепенно, до 5-7% в 2023 году и 4% в 2024 году.

Рисунок 12. Сумма остатков товаров в крупнейших маркетплейсах, тыс. шт.



Источники: Сервис аналитики «Moneyplace», расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Динамика экономической активности остается неоднородной и неустойчивой из-за высокой неопределенности. Одновременное действие разнонаправленных тенденций и факторов может иметь разное влияние на отдельные предприятия даже в рамках одной отрасли. Тем не менее в совокупности их действие привело в июле – августе к некоторому расширению деловой активности в российской экономике в целом. Углубления экономического спада не произошло.

Возможно, именно с такой динамикой экономики связано значительное расхождение между в целом негативной оценкой предприятиями и домохозяйствами текущей ситуации со спросом, производством и доходами, с одной стороны, и преобладающими позитивными ожиданиями на перспективу – с другой. Такие ожидания сами по себе способствуют росту потребительской и предпринимательской уверенности. Это будет отражаться в поведении потребителей и бизнеса в ближайшие месяцы, подпитывая спрос.

В то же время предложение товаров и услуг, вероятно, будет сокращаться со смещением ассортиментной матрицы в пользу альтернатив, ранее не представленных или слабо представленных на российском рынке. Этот процесс будет сопровождаться снижением средних качественных характеристик товаров и услуг (потребительские свойства, функционал, долговечность, сервисная поддержка и так далее). Поэтому при сужении ассортимента товаров в продаже общее снижение объемов производства («в штуках») будет меньше. В результате глубина производственного спада в экономике окажется меньше, чем можно было бы предположить при отсутствии вариантов смены ассортимента.

Импорт промежуточных и инвестиционных товаров восстанавливается медленнее, чем потребительский импорт. В дальнейшем это приведет либо к активному росту внутреннего производства таких товаров (импортозамещению), либо к уменьшению производства товаров, в производственной цепочке которых использовался такой импорт, по мере исчерпания созданных ранее запасов. На краткосрочном горизонте второй вариант более вероятен. Однако в некоторых отраслях резервы для импортозамещения существуют.

Ранее проводившиеся опросы российских промышленных предприятий систематически выявляли в целом низкий уровень конкуренции, особенно с импортом, и «локальность» российского бизнеса, неготовность к экспансии за пределы своего региона, не говоря уже об экспортных рынках. Кроме того, отраслевой анализ и опросы показывают, что прослойка отраслевых лидеров, которые, как правило, активно вовлечены во внешнеторговые операции и реализуют долгосрочные стратегии развития, невелика. Эти структурные особенности российской экономики имеют несколько важных последствий.

Во-первых, функционируя в своих нишах, не пересекающихся с импортом, российские производители могут их расширять. Но это даст результат только при условии, что покупатели и потребители готовы поменять свои предпочтения и перейти в новую для себя нишу.

Во-вторых, относительно значимое импортозамещение в прямом смысле этого слова (одного товара на такой же аналог) в большинстве промышленных отраслей в ближайшей перспективе произойти не может – иначе раньше уже наблюдалась бы конкуренция с импортом. И это не только вопрос технологий, но и среды, в которой действуют компании, и стратегий, которые они выстроили, и низкой доли глобально конкурентоспособных отраслевых лидеров. Примечательно, что ряд подотраслей производства машин и оборудования, резиновых и пластмассовых изделий, а также легкой и химической промышленности выступают исключением из этой закономерности. В них отмечается конкуренция с импортом, что указывает на наличие перспектив для импортозамещения в данных отраслях.

В-третьих, наиболее вероятно, что часть импорта, не попавшая напрямую под санкции, но поставки которого ограничены различными финансовыми и логистическими ограничениями, в значительной степени будет заменяться импортом производителей из других стран.

2.1. Структурная трансформация и денежно-кредитная политика

Российская экономика вступила в период структурной трансформации, которая изменит не только структуру российской экономики, но и структуру и географию внешней торговли, а также технологический уровень и важнейшие макропропорции³. В такой ситуации возникает вопрос: может ли и должна ли денежно-кредитная политика способствовать структурной трансформации? Это возможно, но только в той мере, в которой такая политика не противоречит достижению основной цели ДКП по поддержанию инфляции вблизи цели. В противном случае разъякоривание и рост инфляционных ожиданий и хроническое повышение инфляции поставят под угрозу структурную трансформацию.

Денежно-кредитная политика в целом нейтральна относительно динамики потенциального ВВП, то есть не может на него устойчиво влиять. Влияние ДКП на экономический рост показано, когда экономика растет ниже потенциала (тогда требуется мягкая ДКП) или выше потенциала (тогда требуется жесткая ДКП). Тем самым экономика удерживается на устойчивой долгосрочной траектории роста. Это основа современных теоретических взглядов на ДКП.

Вместе с тем во многих исследованиях показано, что при высокой инфляции потенциальный рост экономики замедляется. И наоборот, политика таргетирования инфляции приводит не только к замедлению инфляции, но и к более высоким темпам роста экономики, чем альтернативные режимы ДКП. Иными словами, макроэкономическая стабилизация и большая предсказуемость ключевых макроэкономических параметров способствуют ускорению долгосрочного роста.

Но может ли быть так, что при переходе от одного равновесия к другому, от одной структуры экономики к другой ДКП ускорит переход и тем самым обеспечит более быстрый выход экономики на новую долгосрочную траекторию роста? Теоретически это вполне возможно, если инфляционные ожидания низки и заякорены. Тогда мягкая ДКП, снижающая стоимость денег в экономике и стимулирующая аппетит к риску у заемщиков и банков, может ускорить реализацию инвестиционных проектов, увеличивающих производственные мощности в тех секторах экономики, которые выигрывают от структурной трансформации. Например, в этой роли могут выступить импортозамещающие производства, если импорт становится практически недоступен. Всплеск инфляции, который мягкая ДКП при этом вызовет, закончится вместе с переходом к нейтральной ДКП, если инфляционные ожидания заякорены и вопросов о способности и намерении центрального банка вернуть инфляцию к цели не возникнет. В противном случае, то есть при росте инфляционных ожиданий в результате их незаякоренности, для возврата инфляции к цели потребуются переход к жесткой ДКП: если этого не сделать, то высокая инфляция станет устойчивой и «съест» весь дополнительно созданный потенциал экономического роста. В результате выигрыша от ускорения перехода к новой структуре экономике может не быть⁴.

³ «О чем говорят тренды». Апрель 2022 года (раздел 2.1).

⁴ Экономисты часто оперируют в этих целях понятием коэффициента потерь (sacrifice ratio) – потери потенциала ВВП в расчете на каждый процентный пункт замедления инфляции к цели в условиях вынужденно жесткой ДКП.

Но стоит ли опасаться жесткой ДКП в будущем, если мягкая ДКП даст значимые результаты здесь и сейчас? Ведь будет запущено больше проектов, которые, как ожидается, дадут устойчивую отдачу в будущем. Ответ на этот вопрос во многом зависит от специфических характеристик конкретной экономики: институциональных, инфраструктурных, финансовых, микроэкономических и отраслевых факторов. Наш анализ показывает, что в российской экономике сочетание этих факторов предполагает невысокую реакцию на стороне производства на монетарные стимулы.

Во-первых, несмотря на снижение в период проведения политики таргетирования инфляции и частичную заякоренность, инфляционные ожидания населения и бизнеса в России в целом остаются повышенными и незаякоренными. Это предполагает, что после возможного периода мягкой ДКП снижение инфляции к уровню цели потребует перехода к жесткой ДКП. В условиях повышенных инфляционных ожиданий этот период может оказаться долгим, что будет сопровождаться потерей потенциального ВВП.

Во-вторых, выдача банками длинных кредитов под инвестиции в основной капитал предполагает устойчивую базу пассивов, желательно срочных, чтобы не нести значительные риски фондирования. В настоящее время после серии снижений ключевой ставки и соответствующего снижения ставок по депозитам объем срочных депозитов прекратил рост и стабилизировался. В случае дальнейшего снижения процентных ставок по депозитам может возникнуть их отток в более краткосрочные финансовые инструменты и текущие счета. Это повысит риск фондирования для банков и даже может снизить их готовность предоставлять долгосрочные кредиты.

В-третьих, рыночные ставки по долгосрочным кредитам в значительной степени определяются не ключевой ставкой как таковой, а трансфертной кривой банков и желаемой доходностью для инвесторов. Последняя связана с доходностями ОФЗ на соответствующие сроки, которые слабо отреагировали на июльское понижение ключевой ставки⁵. В случае перехода к мягкой ДКП ставки по долгосрочным кредитам почти не изменятся (и могут даже вырасти). Это означает, что такая политика в большей степени будет стимулировать потребительскую, чем инвестиционную, активность. Поэтому ее воздействие на потенциал экономики будет слабым.

В-четвертых, структурная трансформация предполагает развитие производств в отраслевых нишах, которые раньше были заняты импортом или иностранными компаниями, локализованными в России. Сейчас эти ниши освобождаются. Отсутствие конкуренции делает проекты по производству таких товаров заведомо окупаемыми: если нет аналогов, производитель может легко покрыть свои издержки через цену. Поэтому стоимость обслуживания привлеченных кредитных средств для финансирования инвестиций, не является критическим фактором для принятия решения о производстве.

В-пятых, лишь часть российских компаний в каждой из отраслей отличается высокой производительностью и реализует активные стратегии долгосрочного роста. Остальные компании в условиях низкой конкурентной среды довольствуются своей текущей долей рынка. Из этого следует, что потенциал роста в рамках структурной трансформации

⁵ См. главу 3 «Финансовые рынки».

в настоящее время ограничен небольшой долей компаний. Значительный макроэкономический эффект от структурной трансформации вряд ли возможен без резкого увеличения количества и доли высокопроизводительных компаний.

С учетом этих обстоятельств можно утверждать, что использование ДКП в целях ускорения структурной трансформации российской экономики, за рамками таргетирования инфляции может привести к тому, что издержки такой политики для экономического роста будут высокими, а выгоды – незначительными. Вместе с тем, как и прежде, решение проводить мягкую или жесткую ДКП должно зависеть от того, отклоняется ли инфляция вниз или вверх от цели на прогнозном горизонте. Конечно, с учетом рисков и с поправкой на качество используемых прогнозных моделей.

Ускорение мировой инфляции может оказаться устойчивым

Большинство развитых и развивающихся стран в острую фазу пандемии приняли беспрецедентные меры по поддержке экономики, включая смягчение ДКП и программы покупки активов, а также поддержку со стороны бюджета. В результате стимулирование спроса на фоне оставшейся нерешенной части проблем с поставками привело к значительному ускорению роста цен уже в 2021 году. Дополнительный импульс инфляции в 2022 году придало ухудшение геополитической ситуации в мире, обернувшееся значительным ростом цен на металлы, продовольствие и энергию.

В итоге инфляция в большинстве развитых стран ускорилась до многолетних максимумов. При этом во многих странах повышенные темпы роста цен становятся все более устойчивыми. Так, увеличение инфляционного давления распространилось на сферу услуг и может быть дополнительно усилено быстрым ростом номинальной заработной платы в странах с сильной конъюнктурой на рынке труда. Эти «эффекты второго порядка», характеризующиеся устойчивостью, несут риски сохранения высокой инфляции надолго в результате ослабления заякоренности инфляционных ожиданий. Такие признаки действительно стали наблюдаться, в частности, в США.

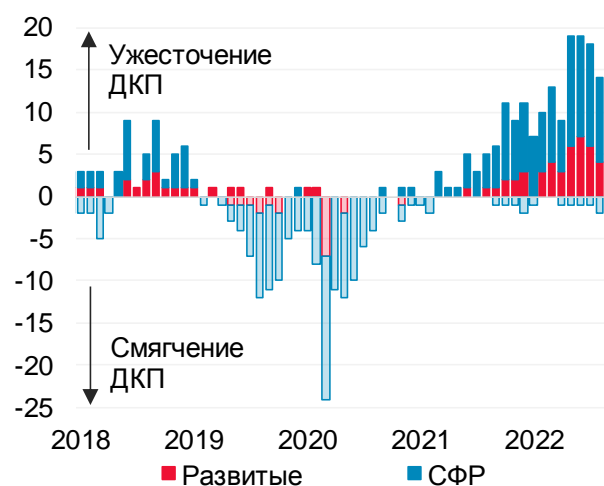
В 2021 году центральные банки развитых стран недооценивали эти риски, считая повышенную инфляцию преходящей. В результате в этом году монетарная политика этих стран вынуждена «догонять» инфляционные тренды: центральные банки крупнейших развитых стран начали синхронное и значительное повышение ставок и сворачивание программ выкупа активов⁶ (Рисунок 13). При этом промедление с ужесточением монетарной политики или его недостаточный масштаб могут в конечном счете привести к укоренению высокой инфляции. В таком случае издержки на ее снижение обратны к целевым уровням окажутся очень высокими, так как центральным банкам придется более агрессивно ужесточать политику, чтобы охладить экономику и вновь заякорить инфляционные ожидания.

⁶ Первым центральным банком крупнейших развитых стран, повысившим ставку, стал Банк Англии: это произошло в середине декабря 2021 года.

Ускорение мировой инфляции будет действовать и на ценовую динамику в России, прежде всего, через повышение стоимости импортируемых товаров. Впрочем, резкое изменение внешних условий в 2022 году привело к сжатию импорта, что несколько снижает эффект переноса повышения мировой инфляции на динамику внутренних цен. Также внутренние цены некоторых экспортных российских товаров частично отвязались от мировых из-за внешних санкционных ограничений.

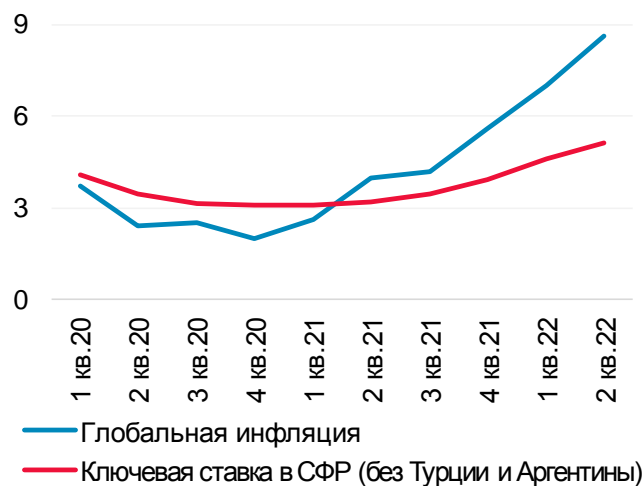
При этом в текущей ситуации изменился характер работы внешнего канала трансмиссионного механизма. Ограничения на движение капитала для нерезидентов из недружественных стран значительно снизили чувствительность российских финансовых рынков к конъюнктуре глобальных рынков и решениям по ДКП крупнейших мировых ЦБ. В этих условиях Банк России принимает решения по ДКП, в меньшей степени оглядываясь на процентные ставки в мире и ситуацию на глобальном финансовом рынке, чем многие другие центральные банки СФР (Рисунок 14).

Рисунок 13. Число ЦБ и их решения по ставкам, шт.



Источник: МВФ.

Рисунок 14. Динамики мировой инфляции и ключевой ставки в СФР, %



Источники: BIS, МВФ, расчеты ДИП.

2.2. Внутренний спрос оживил экономическую активность

- Оперативная статистика свидетельствует о том, что снижение деловой активности в II квартале в целом оказалось менее сильным⁷ (Рисунок 16), чем ожидалось в конце I – начале II квартала сразу после изменения внешних условий. Более того, к июлю – августу деловая активность несколько оживилась⁸ (Рисунок 18). При этом процесс восстановления идет неравномерно и сопровождается разнонаправленной реакцией отраслей на структурную перестройку экономики и внешние ограничения.

⁷ По оценкам ДИП, ВВП России в II квартале сократился на 5,6% к/к SA.

⁸ Энергопотребление, скорректированное на средний температурный уровень, с середины июля устойчиво превышало уровень предыдущего года на 2%.

- Так, несмотря на июльский рост объема входящих платежей в системе Банка России⁹ (Рисунок 15), ориентированные на внешний спрос отрасли¹⁰ и сегменты обрабатывающей промышленности, критически зависимые от импортных компонент, демонстрируют отрицательную динамику.
- Выпуск продукции в промышленности, согласно июльским данным, продолжил расширяться третий месяц подряд (Рисунок 19), однако значительная неоднородность динамики отдельных отраслей ставит под сомнение устойчивость текущего тренда. Рост/восстановление наблюдается в секторах, ранее столкнувшихся с нехваткой импортных комплектующих и сырья и сумевших хотя бы частично ее решить, начав выпускать менее технологичную продукцию (например, автомобили). Также увеличение производства идет в секторах, которые после ввода различных запретов на поставки на традиционные экспортные рынки смогли частично перенаправить продукцию в другие страны. Тем не менее во многих крупных отраслях расширение производства сдерживается постепенным истощением запасов импортного сырья и материалов и невозможностью оперативно перенаправить свою продукцию с закрывшихся внешних рынков на другие рынки¹¹.
- Драйверами деловой конъюнктуры остаются внутренний спрос и позитивная динамика ожиданий. Благодаря стабильной ситуации на рынке труда (Рисунок 22) и расширению кредитования в начале III квартала потребительская активность сохраняла устойчивость (Рисунок 20). В дальнейшем, однако, ситуация может ухудшиться из-за нарастания напряженности на рынке труда. В процессе структурной перестройки, с одной стороны, произойдет высвобождение штата на предприятиях, до сих пор занимавших выжидательную позицию, а с другой – сформируется повышенный спрос на рабочую силу в отраслях, востребованность продукции которых вырастет (Рисунок 24 и Рисунок 25). На устранение подобных структурных дисбалансов спроса и предложения труда в отдельных сегментах экономики потребуется время, в течение которого уровень безработицы может вырасти с текущих рекордно низких уровней. Вместе с увеличением числа трудовых мигрантов, это, вероятно, будет оказывать понижающее давление на динамику реальных заработных плат в ряде отраслей (Рисунок 23).
- Вместе с тем трансляция в экономику решений Банка России и отмечаемое в III квартале улучшение оценок населения не только будущих, но и текущих доходов (Рисунок 21), по-видимому, будут способствовать снижению нормы сбережения. Вкупе с происходящим оживлением розничного кредитования это приведет к

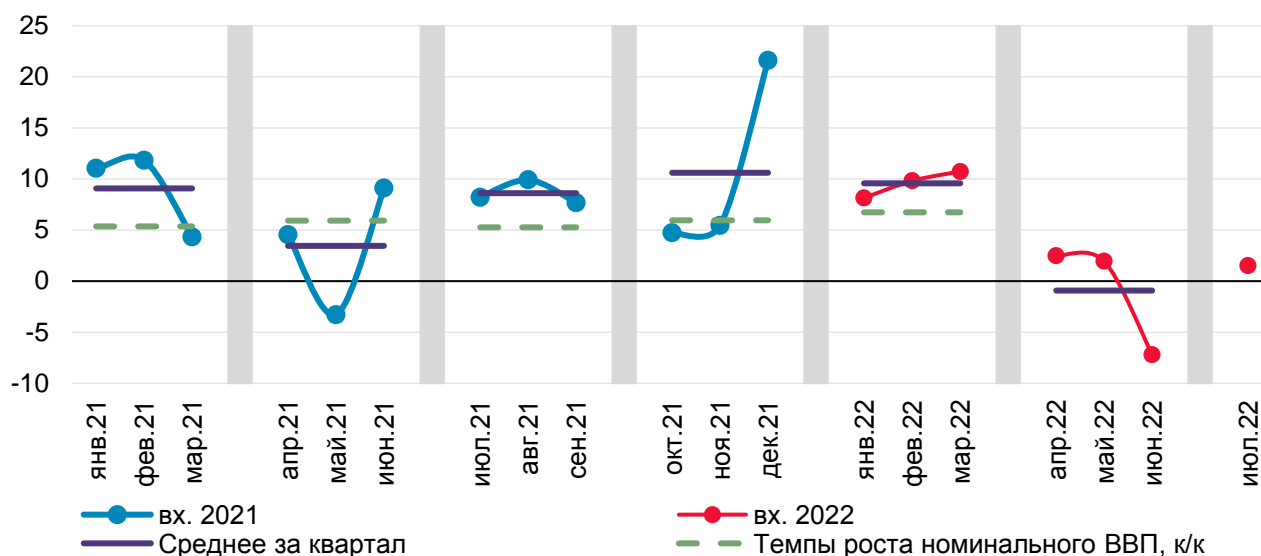
⁹ На 1,5% к среднему уровню II квартала 2022 года.

¹⁰ Преимущественно металлургический комплекс, угольная и химическая промышленность. Показатели отрасли добычи сырой нефти и газа были искажены масштабным поступлением средств из бюджета по механизму обратного акциза (демпферного механизма).

¹¹ Результаты [мониторинга предприятий](#) Банка России указывают на продолжающиеся перебои с поставками импортного оборудования, запчастей и комплектующих. При этом даже увеличение запасов не всегда может свидетельствовать об отсутствии барьеров для производства. Так, если рост запасов происходит не по всем позициям и носит вынужденный характер из-за нехватки отдельных критически важных компонентов сырья и комплектующих, то такой рост будет указывать на нарастание проблем, в том числе финансовых.

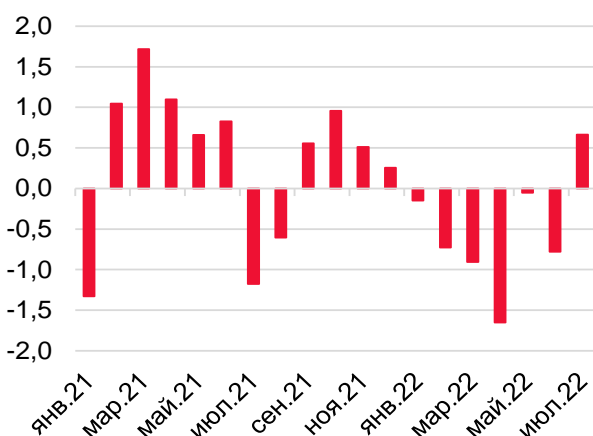
активизации потребления. В результате роста потребительского спроса, а также по мере [расширения объемов параллельного импорта](#) и [налаживания новых каналов сбыта российской продукции](#) темпы снижения выпуска должны замедлиться во втором полугодии 2022 года. На успешное начало выстраивания новых торгово-сбытовых цепочек и готовность компаний увеличивать производство указывают фиксируемое различными опросами повышение деловой уверенности бизнеса¹² и растущие темпы корпоративного кредитования.

Рисунок 15. Темп роста¹³ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



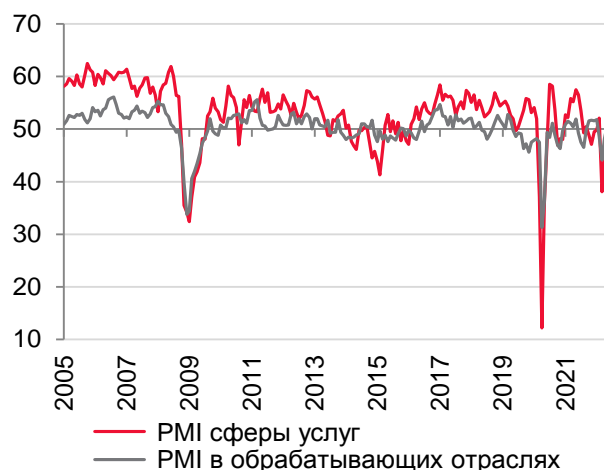
Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

Рисунок 16. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, % м/м SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пункты

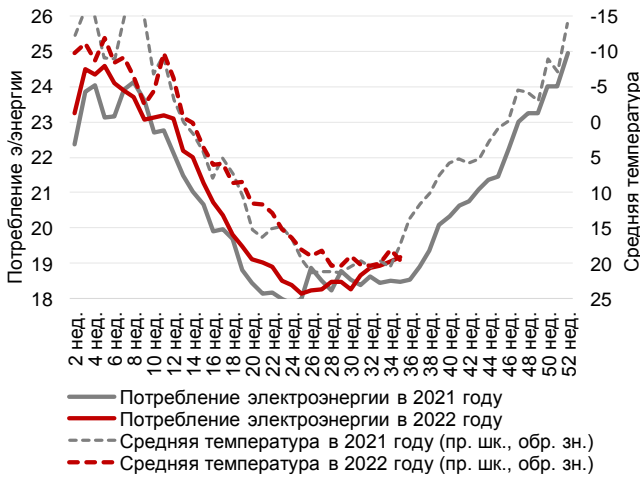


Источник: S&P Global.

¹² Ожидания по динамике деловой активности на горизонте года в обработке достигли самого высокого уровня с марта 2022 года, в услугах – с октября 2021 года.

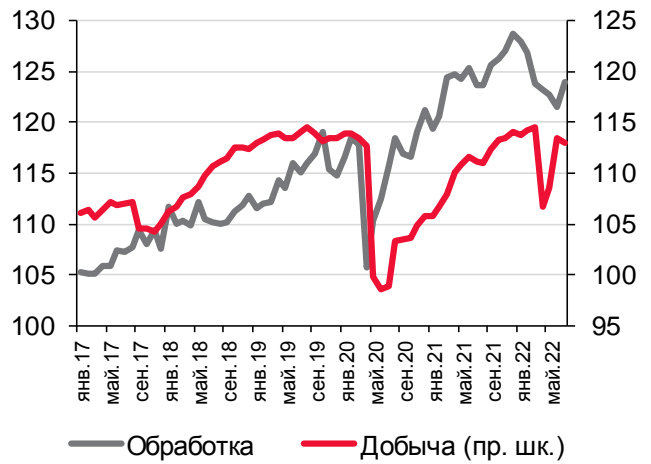
¹³ Под темпами роста понимается процентное изменение искомой величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 18. Электропотребление и средняя температура в 2022 и 2021 годах, млн МВт*ч (левая шкала), градусов (правая шкала)



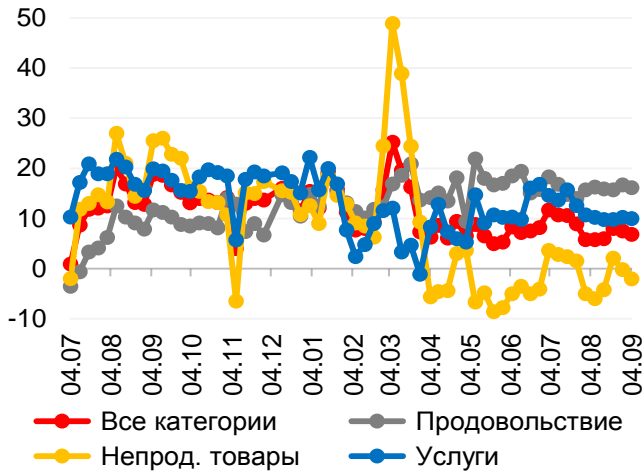
Источники: Системный оператор Единой энергетической системы, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



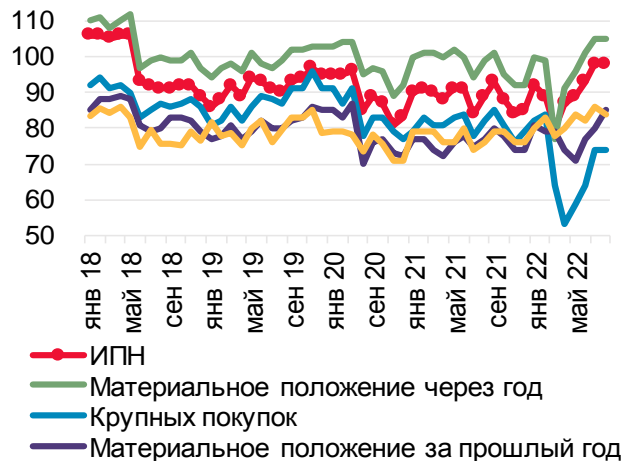
Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 20. Рост номинальных расходов, % г/г



Источники: СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Индекс потребительских и финансовых настроений, пункты



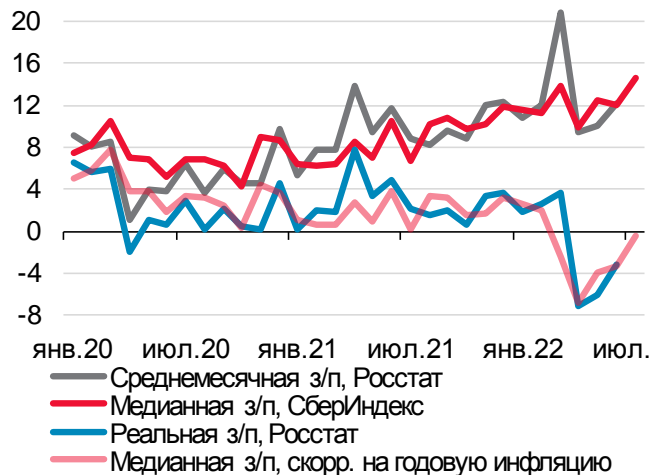
Источник: ИнФОМ.

Рисунок 22. Уровень безработицы, %

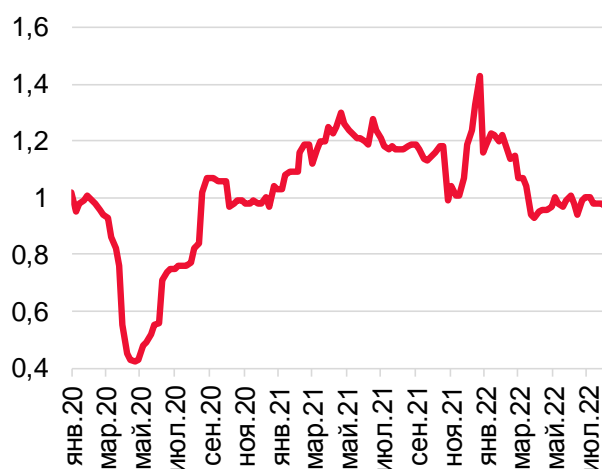


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика заработной платы, % г/г



Источники: Росстат, СберИндекс.

Рисунок 24. Индекс SuperJob¹⁴

Источник: SuperJob.

Рисунок 25. Динамика резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter¹⁵ (пункты)

Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

2.3. Кредитная активность восстанавливается

- Смягчение денежно-кредитной политики Банка России и снижение неопределенности по мере происходящей адаптации российской экономики к изменившимся внешнеэкономическим условиям стимулируют расширение кредитной активности.
- В июле оживилось розничное кредитование – прирост рублевого портфеля ускорился до 0,9 с 0,1% м/м SA в июне. Быстрое восстановление розничного сегмента кредитования (Рисунок 27) обусловлено снижением ставок по кредитам физическим лицам, а также некоторым улучшением потребительских настроений. Особенно заметно ставки снизились по ипотечным кредитам за счет действия льготных программ и совместных акций застройщиков и банков¹⁶ (Рисунок 30). В ипотечном сегменте продолжился рост объема выдач рублевых ипотечных кредитов как на первичном, так и на вторичном рынке. В результате прирост задолженности по ипотеке, скорректированный на сезонность, в июле ускорился, по нашим оценкам, до 1,4 с 1,0% м/м SA¹⁷.
- Небольшое ускорение роста портфеля наблюдалось в сегменте необеспеченных потребительских кредитов – до 0,2 с 0,1% м/м SA в июне. Снижение портфеля автокредитов замедлилось до 0,3 с -0,7% м/м SA. Объемы новых выдач в сегменте

¹⁴ Индекс SuperJob отражает рекрутинговую активность работодателей относительно среднего значения за 2017–2019 годы.

¹⁵ Отражает отношение резюме к вакансиям. Чем он выше, тем ниже уровень конкуренции за сотрудников.

¹⁶ Снижение ставок в рамках маркетинговых акций застройщиков и банков – это скрытый способ предоставления скидки для покупателей при сохранении цен предложения. Застройщик берет на себя часть расходов по обслуживанию долга покупателя квартиры. Но часто в рамках таких акций цена квартир значительно повышается по сравнению с ценой без акции. В этом случае издержки обслуживания долга по факту остаются на покупателе и принимают форму выплат по основному долгу.

¹⁷ С корректировкой на списание ипотечных кредитов.

необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов постепенно восстанавливаются после резкого падения в начале II квартала, но остаются ниже, чем в июле 2021 года (Рисунок 26).

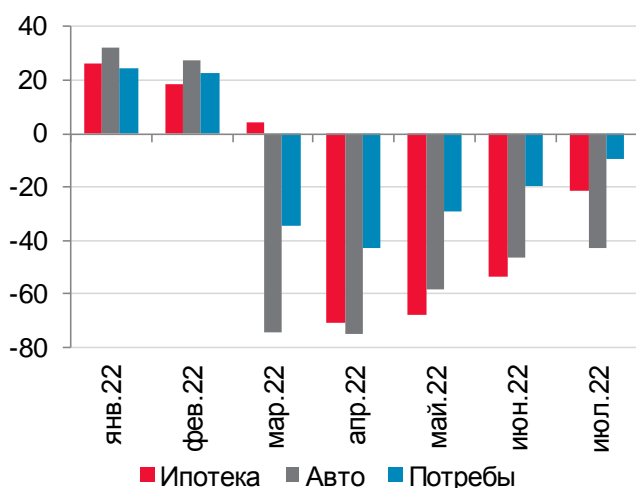
- Прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям в июле продолжал расти двузначными темпами в пересчете на год, хотя и немного замедлился по сравнению с июнем (до 1,1 с 1,3% м/м SA¹⁸, Рисунок 28). Расширение портфеля поддерживается снижением ставок, а также некоторым улучшением [ожиданий предприятий](#). По опросам банков, доля кредитов, предоставленных в рамках льготных программ, в общих выдачах постепенно снижается. Последнее сигнализирует о том, что кредитный спрос со стороны нефинансовых организаций восстанавливается, в том числе за счет возможного замещения валютного кредитования рублевым.
- При этом временная структура кредитного портфеля указывает на то, что кредиты берутся в большей степени для финансирования текущей деятельности, нежели инвестиционной. Это косвенно подтверждает вывод о сдержанной динамике инвестиционного спроса, на который негативно влияет сохраняющаяся повышенная неопределенность, в том числе из-за проблем с поставками импортного оборудования (Рисунок 29).
- Прирост портфеля кредитов финансовым организациям составил 3,5% м/м SA после снижения на 1,2% м/м SA в июне, что косвенно указывает на начало восстановления других сегментов финансового рынка (Рисунок 28). Так, рынок лизинга смог частично восстановиться после падения за счет заключения новых государственных контрактов и переориентации на оборудование из дружественных стран. Снижение процентных ставок также позитивно повлияло на рост данного сегмента рынка.
- Рост рублевых вкладов физических лиц замедлился до 1,2 с 1,4% м/м SA на фоне понижения ставок по вкладам и некоторого [снижения склонности к сберегательному поведению](#). При этом по сравнению с весной отмечается рост интереса населения к долгосрочным вкладам при снижении спроса на краткосрочные и росте остатков на текущих счетах. В условиях снижения процентных ставок и ожиданий продолжения данной тенденции вкладчики рассматривают долгосрочные вклады как средство фиксации текущих условий по ставкам. В то же время сокращение разрыва между процентными ставками по краткосрочным вкладам и накопительным счетам вызывает переток средств на накопительные счета.
- Объем валютных вкладов физических лиц ускорил снижение до 3,5 с 0,8% м/м SA. Вероятно, тренд на дедолларизацию вкладов продолжится из-за ухудшения условий обслуживания банками валютных счетов и вкладов. При этом в II квартале валютные остатки на *брокерских* счетах демонстрировали рост, который также мог приостановиться в последние месяцы лета из-за ухудшения условий хранения ва-

¹⁸ Снижение валютного портфеля кредитов нефинансовым организациям ускорилось до 2,4 с 1,4% м/м SA.

люты недружественных стран на брокерских счетах. Ввиду того, что в июле физические лица стали [крупнейшими нетто-покупателями валюты](#) на бирже, это может свидетельствовать об увеличении иностранных активов населения.

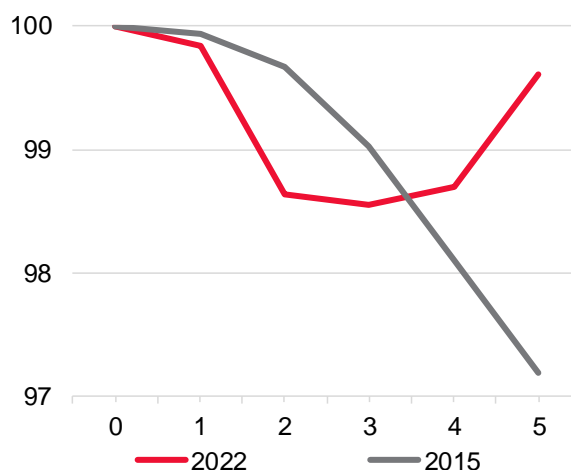
- Оживление кредитной активности – один из главных факторов ускоренного роста денежной массы (до 19,3% г/г и 2,4% м/м SA в июле, Рисунок 31), одного из опережающих показателей инфляции. Вместе с усилением бюджетного импульса при сохраняющихся ограничениях на стороне предложения это создает риски ускорения роста цен выше целевого уровня Банка России.

Рисунок 26. Динамика выдач новых кредитов, % г/г



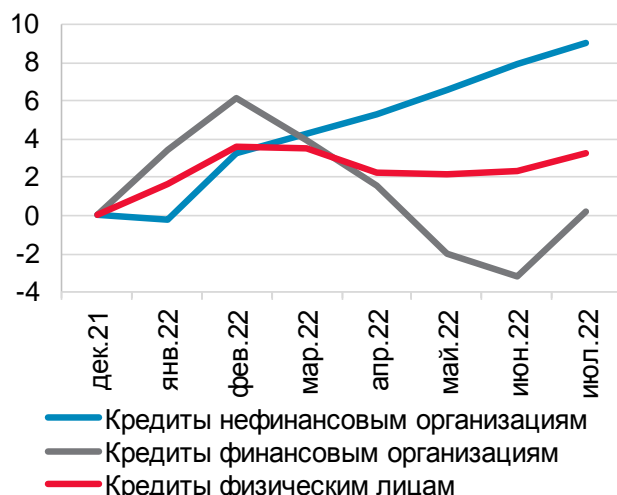
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Рост задолженности физических лиц по рублевым кредитам в 2022 и 2015 годах, накопленная с момента снижения динамика портфеля (месяц 0), %



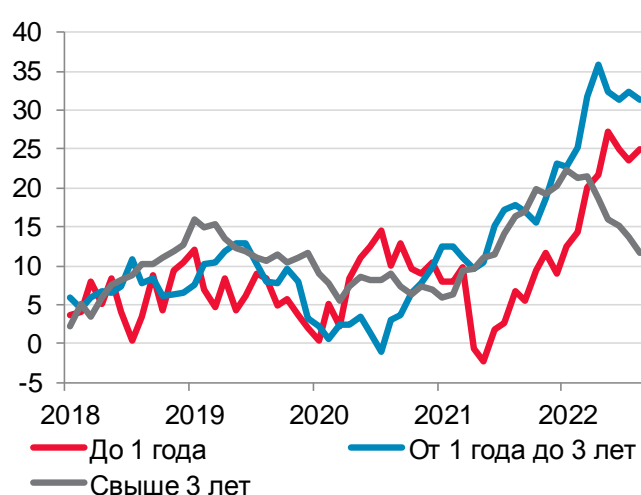
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Накопленная с начала года динамика роста рублевого кредитования, % SA



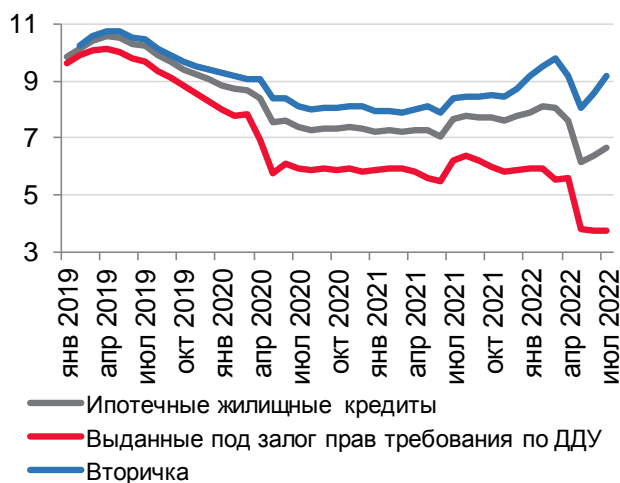
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Прирост кредитов нефинансовым организациям и ИП в разрезе по срокам, % г/г



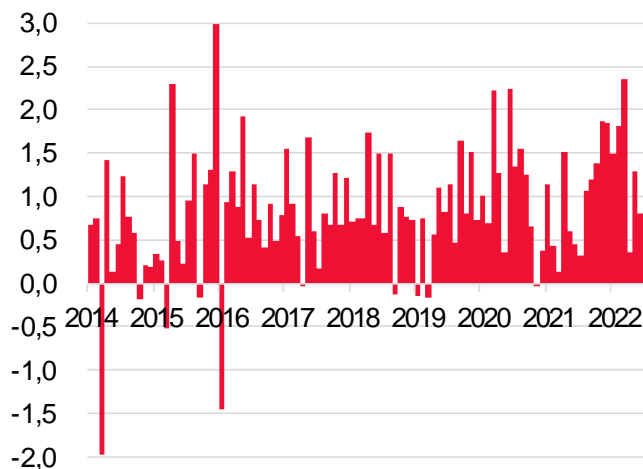
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Динамика ставок по ипотечным жилищным кредитам, п.п.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Денежная масса M2, % м/м SA



Источник: Банк России.

3. Финансовые рынки

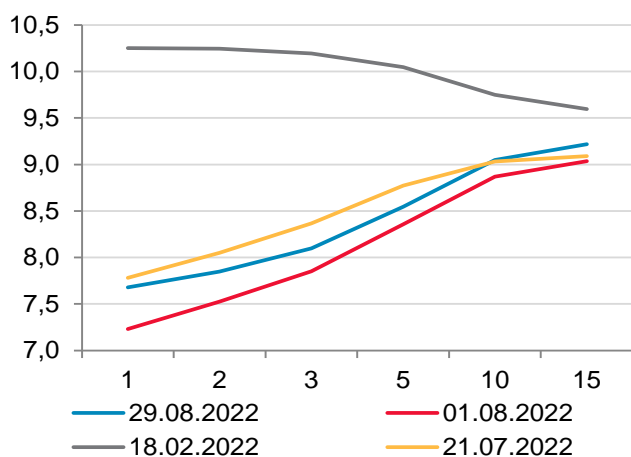
3.1. Доходности длинных ОФЗ остаются высокими

- Одним из ключевых событий второй половины лета для российского финансового рынка стало решение Банка России 22 июля о снижении ключевой ставки на 150 б.п., что превзошло рыночные ожидания. Первой реакцией на решение стало снижение доходностей на 14–20 б.п., однако позднее цены на ОФЗ немного скорректировались вниз. В целом изменение доходностей в краткосрочном сегменте оказалось небольшим, несмотря на то, что в обновленном прогнозе Банка России инвесторы увидели возможность дальнейшего снижения ключевой ставки еще на 100 б.п. до конца года.
- На дальнем конце кривой доходность обычно определяется величиной инфляционной премии (оценкой инвесторами общего инфляционного фона на долгосрочном горизонте), премией за срочность (во многом связанной с неопределенностью относительно дальнейшей ценовой динамики) и оценкой объема потребностей Минфина России в размещении ОФЗ. Угол кривой доходностей после заседания стал увеличиваться (дойдя с 109 до 131 б.п. к концу августа). Снижение доходностей долгосрочных ОФЗ было не столь выраженным, как на коротком конце кривой.
- В августе торговая активность на рынке ОФЗ была пониженной: сказывалось как отсутствие значительных новостей, которые могли бы придать импульс рынку, так и наступление традиционного отпускного сезона. Доходности ОФЗ в августе несколько подросли. С одной стороны, на их динамике отражались ожидания еще одного снижения ключевой ставки на ближайшем заседании. С другой стороны, дальнейшая динамика ставок в среднесрочной перспективе не predetermined, и среди

инвесторов стали появляться опасения повышения ключевой ставки в дальнейшем. Также сохраняется неопределенность относительно потребностей государства в заимствованиях в будущем, времени возврата Минфина России на рынок с первичными размещениями госбумаг и объемов размещений. Это заставляет инвесторов более осторожно подходить к покупкам ОФЗ по текущим уровням доходности. Поскольку доходности ОФЗ во многом определяют трансфертную кривую, исходя из которой банки формируют ставки по своим финансовым продуктам, стабилизация доходностей длинных ОФЗ предполагает и стабилизацию кредитных ставок по долгосрочным кредитам.

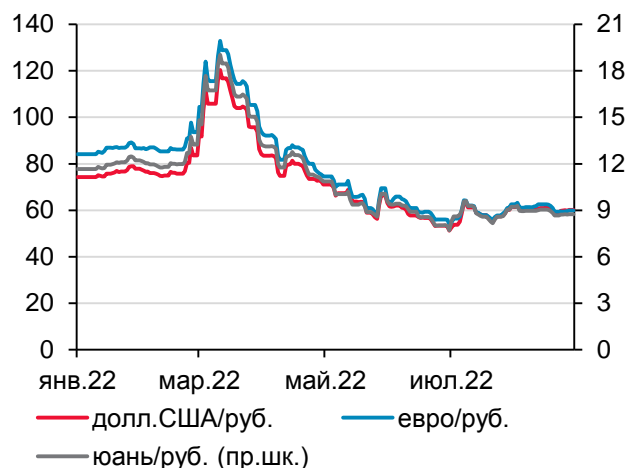
- На валютном рынке ситуация стабилизировалась. Волатильность курса рубля вернулась к многолетним средним уровням. При этом в условиях отсутствия действия бюджетного правила чувствительность курсовой динамики к изменению внешних условий остается повышенной.
- Заметно выросли обороты торгов валютной парой юань/рубль на МосБирже. С середины августа обороты торгов юанем против рубля стали превышать объемы торгов парой евро/рубль. Рост оборотов в значительной степени вызван перенаправлением торговых и финансовых потоков компаний экспортеров и импортеров на фоне санкционных ограничений.
- В условиях санкционных ограничений уход от использования в международной торговле валют недружественных стран – естественная тенденция. Однако переход на использование в международных расчетах нерезервных валют имеет свои ограничения, связанные с низкой ликвидностью и невысокой емкостью финансовых рынков относительно объемов профицита счета текущих операций России, а также наличием в ряде стран ограничений по финансовому счету и высоких инфляционных рисков. В такой ситуации все более востребованным стало использование в расчетах китайского юаня, который обладает рядом преимуществ по сравнению с альтернативными валютами.

Рисунок 32. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



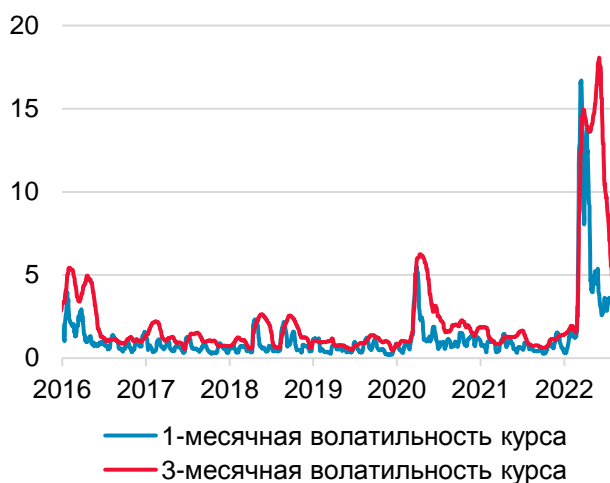
Источник: Cbonds.

Рисунок 33. Динамика курсов валют Банка России



Источник: Cbonds.

Рисунок 34. Волатильность курса рубля



Источник: Cbonds.

3.2. Свободные мощности по добыче нефти в мире снижаются

- С начала августа цены большинства сырьевых товаров росли умеренными темпами, сдерживаемые укреплением доллара США (индекс DXY вырос на 3%) на фоне ускорения нормализации ДКП и растущих опасений возникновения рецессии в мировой экономике. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 4%: котировки энергетических и сельскохозяйственных товаров выросли на 7%, промышленных металлов – на 2% при снижении цен драгоценных металлов на 3% (Рисунок 35).
- Цена нефти Urals повысилась на 6%, до 81 долл. США / баррель. При этом дисконт цены относительно марки Brent сократился до 24 долл. США / баррель. (Рисунок 36). Основываясь на данных Kpler, сокращению дисконта способствовало увеличение морских поставок российской нефти в крупнейшие европейские хабы в Нидерландах и Италии, а также в Турцию при устойчиво высоком спросе со стороны Индии и Китая¹⁹. Вместе с тем уменьшение дисконта снижает привлекательность Urals для покупок на азиатском рынке, что, по данным Bloomberg, вызвало небольшое замещение российской нефти ближневосточными сортами в августе²⁰.
- Повышательное давление на нефтяные котировки оказали заявления Саудовской Аравии о намерении продлить действие соглашения ОПЕК+ и новых ограничениях добычи. Лидеры нефтяного картеля полагают, что из-за низкой ликвидности, сильной волатильности и высоких рисков фьючерсные цены отдаляются вниз от цены, основанной на соотношении спроса и предложения на физическом рынке нефти, и заявляют о готовности при необходимости сократить добычу для повышения нефтяных цен. Саудовскую Аравию поддержали Ирак и ОАЭ. Кроме того, предста-

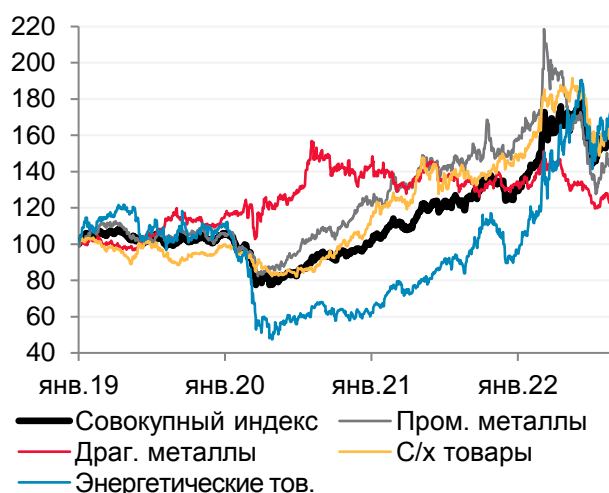
¹⁹ По данным Bloomberg, доля Индии и Китая – 44% от морского экспорта нефти из России.

²⁰ Экспорт из России снизился в августе на 0,2 млн б/с за счет наращивания поставок из Саудовской Аравии.

вители стран заявили, что на заключение ядерной сделки с Ираном, которая позволит вывести на рынок большие объемы нефти, они также отреагируют сокращением добычи.

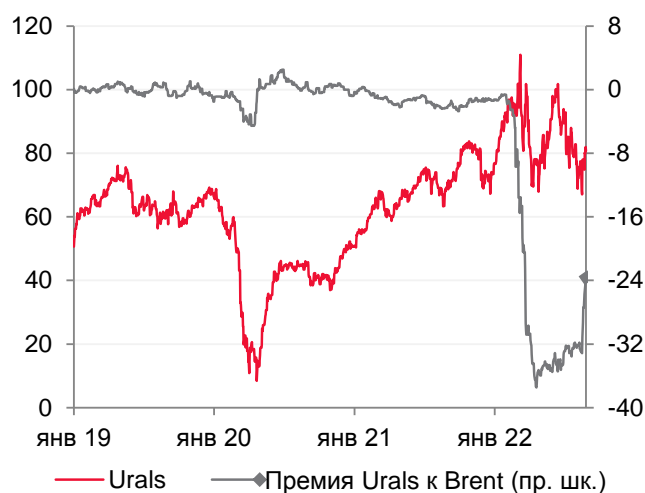
- Между тем в странах ОПЕК+ сокращаются свободные мощности по нефтедобыче²¹. Отставание фактической добычи от квот ОПЕК+ в июле возросло до 2,9 млн б/с, в том числе в странах ОПЕК – до 1,1 млн б/с. Свободные мощности сократились в результате повышения добычи вслед за увеличением квот и недоинвестирования в добычу в последние годы.
- Снижение свободных мощностей и консервативная финансовая политика американских сланцевых производителей (умеренный рост добычи, позволяющий выплачивать повышенные дивиденды и минимизировать долг) ухудшают перспективы замещения российской нефти другими нефтеэкспортерами. Вследствие этого ведущие аналитические агентства вновь улучшили прогнозы по добыче нефти в России²².
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе взлетели на 52%, до 306 евро/МВт-ч. Высокие цены на природный газ вызвали волну остановок европейских мощностей по производству азотных удобрений и цветных металлов. Так, по оценкам Masquarie, доля расходов на электроэнергию в производстве алюминия и цинка в Европе выросла с 40–50% до порядка 80%, что провоцирует закрытие местных заводов. Об остановке производства удобрений уже сообщили крупнейшие европейские компании, составляющие более 10% мировых мощностей по производству аммиака. Это несет риски новых скачков цен на удобрения и промышленные металлы в ближайшие недели из-за роста дефицита их предложения на рынках²³.

Рисунок 35. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2019 = 100)



Источники: Investing, CNBC, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Цена нефти Urals и премия к Brent, долл. США / барр.



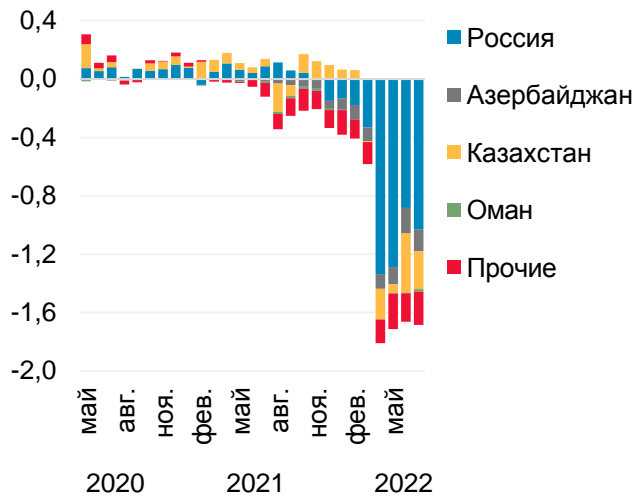
Источники: Investing, Thomson Reuters, расчеты ДИП.

²¹ По оценкам МЭА, в июле свободные мощности Саудовской Аравии и ОАЭ снизились на 0,4 млн б/с.

²² В новом прогнозе МЭА к концу года добыча нефти в России стабилизируется на уровне чуть ниже уровня 2021 года (10,9 млн б/с) против 10,5 млн б/с в предыдущем прогнозе.

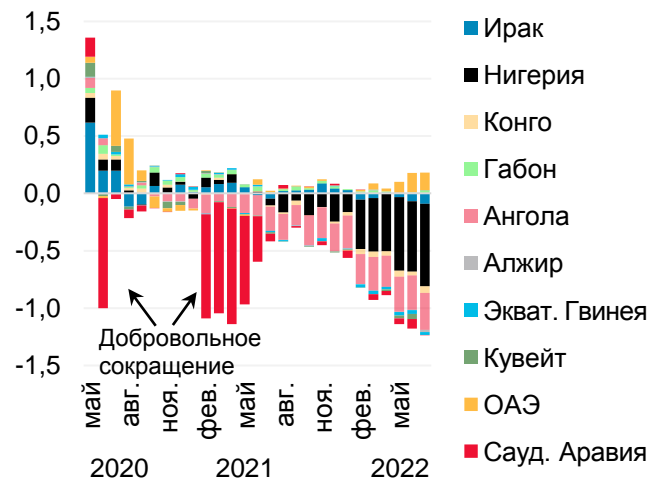
²³ Дефицит алюминия и цинка составляет 1,1 и 1,4% мирового производства соответственно.

Рисунок 37. Отклонение добычи нефти вне ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



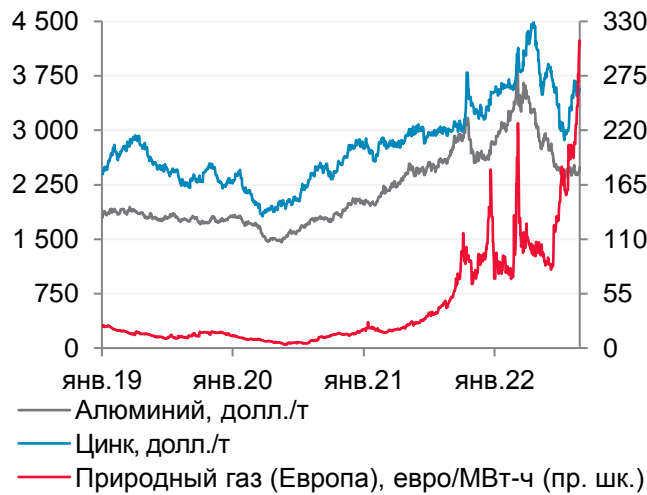
Источники: МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



Источники: МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Цена алюминия, цинка и природного газа в Европе



Источники: LME, Investing, расчеты ДИП.

В фокусе. Об оценке устойчивого инфляционного давления в текущей ситуации

- Снижение общего уровня цен и значительное замедление годовой инфляции во многом вызваны действием разовых и временных факторов. При этом резкие изменения в ценовой динамике и значительный масштаб влияния этих факторов в 2022 году затрудняют оценку устойчивого инфляционного давления²⁴, которая наиболее важна при принятии решений по денежно-кредитной политике.
- Различные показатели базовой инфляции в меньшей степени, чем общая динамика цен, зависят от разовых и временных факторов, но не защищены полностью от их влияния. В такой ситуации особенно важно использовать косвенные оценки на основе динамики других макроэкономических переменных: денежных агрегатов, показателей состояния рынка труда и других.
- Совокупность показателей указывает на то, что устойчивое инфляционное давление сейчас находится на уровне цели по инфляции Банка России или выше. При этом риски на среднесрочной перспективе смещены в сторону проинфляционных.

Динамика потребительских цен в последние месяцы остается ниже траектории, соответствующей инфляции 4%. В первую очередь это обусловлено действием ряда временных и разовых факторов. Основной вклад вносит корректировка цен на товары, резко подорожавшие в марте – апреле вследствие резкого ослабления рубля и ажиотажного потребительского спроса. Последующее укрепление рубля стало одним из драйверов, подтолкнувших к развороту вниз динамику цен в середине II квартала.

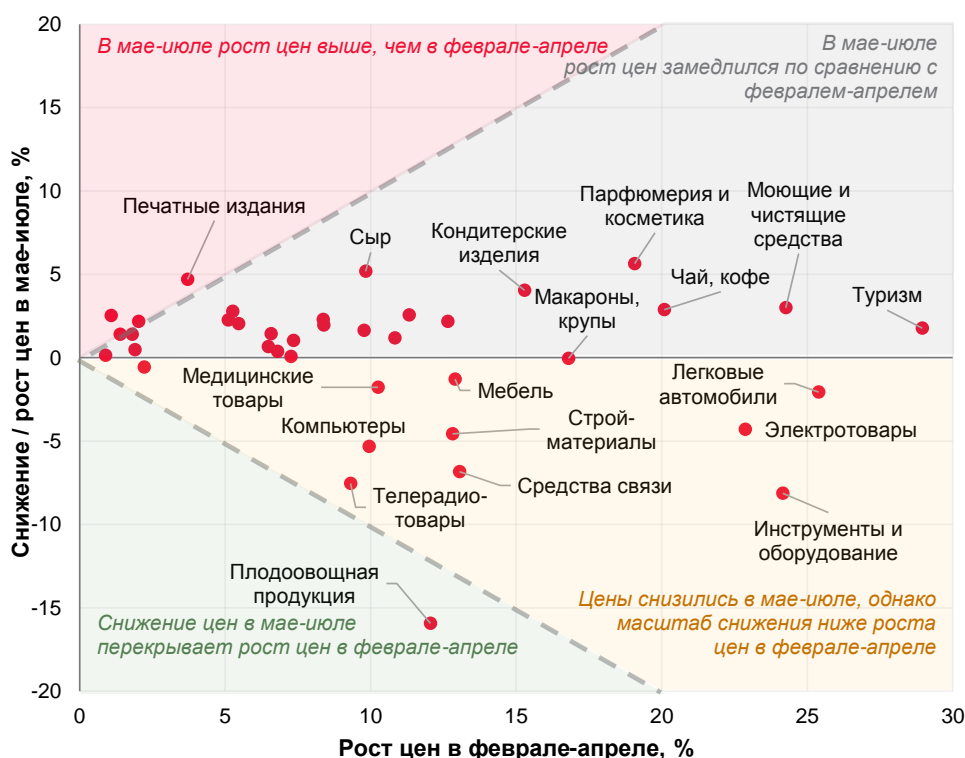
При этом по большинству товаров и услуг мы наблюдали только замедление роста цен в мае – июле после его резкого ускорения в феврале – апреле. А снижение общего уровня цен было вызвано динамикой относительно небольшой группы товаров и услуг. Стоит отметить, что масштаб снижения цен в мае – июле по масштабу уступал скачку цен в марте – апреле (Рисунок 40). Исключением стало падение цен на плодоовощную продукцию, выходящее за рамки привычной сезонности.

Один из традиционных временных факторов, влияющих на динамику цен, – эффект переноса динамики валютного курса. В этом году колебания курса рубля как в одну, так и в другую сторону были очень масштабными и быстрыми. В целом это делает нерелевантным использование эконометрических оценок, сделанных в более спокойные периоды с точки зрения курсовой волатильности: перенос в цены при сильных движениях курса происходит быстрее, чем обычно, и может увеличиться в масштабах. Поэтому мы рассчитали динамику модифицированного базового показателя ИПЦ без волатильных компонент с поправкой на влияние валютного курса и с учетом более быстрого переноса изменения курса в цены (Рисунок 41). Значение полученного показателя в последние месяцы существенно снизилось, но остается выше уровня, соответствующего инфляции

²⁴ Underlying inflation.

4% в пересчете на год. При стабилизации курса рубля близко к текущим значениям дезинфляционное влияние эффекта переноса будет ослабляться и к концу года может сойти на нет. Тогда фактическая динамика цен будет определяться устойчивым инфляционным давлением с поправкой на сезонность, что предполагает значимое усиление ценовой динамики.

Рисунок 40. Динамика цен на категории, входящие в ИПЦ, % SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 41. ИПЦ без волатильных компонент, % м/м SAAR



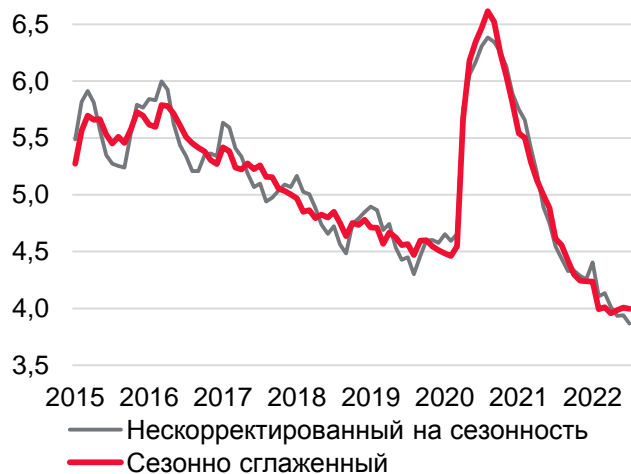
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Вместе с тем значительные колебания цен из-за действия разовых и временных факторов затрудняют оценку устойчивого инфляционного давления, на которое должен реагировать центральный банк при принятии решений по денежно-кредитной политике. Используемые нами показатели (модифицированные показатели базовой инфляции, оценки трендовой инфляции и прочие) намного менее чувствительны к действию разовых факторов, чем общий уровень цен, но не защищены от него полностью (Рисунок 9).

В такой ситуации необходимо смотреть на более широкий спектр показателей, который включает не только ценовые переменные, но и другие макроэкономические показатели, отражающие динамику и соотношение спроса и предложения. Наш анализ указывает на то, что инфляционное давление, очищенное от влияния разовых и временных факторов, сейчас находится на уровне цели по инфляции Банка России или выше. Об этом в частности позволяют судить показатели трендовой инфляции, темпы роста цен на нерегулируемые потребительские услуги и тот факт, что половина позиций из недельной потребительской корзины растет темпом, превышающем темп 4% в пересчете на год. При этом риски на среднесрочной перспективе смещены в сторону проинфляционных:

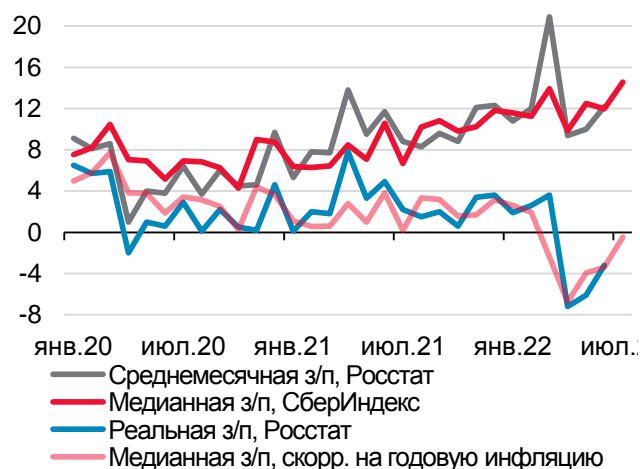
- 1) Потребительский спрос постепенно восстанавливается (см. раздел 2.2 «Внутренний спрос оживил экономическую активность»). Этому частично способствует снижение нормы сбережений по мере смягчения денежно-кредитной политики. Но основная поддержка спросу приходит со стороны рынка труда. Уровень безработицы находится на минимальном историческом уровне (4,0% SA), что свидетельствует о готовности компаний сохранять штат даже при ухудшении внешних условий. По результатам [исследования HeadHunter](#), 63% компаний в условиях санкций сохранили, а еще 14% увеличили численность персонала. При этом в середине – конце лета наблюдается увеличение [рекрутинговой активности](#). Это дает основания сделать вывод о том, что экономика близка к состоянию полной занятости. На этом фоне происходит постепенное ускорение роста номинальных заработных плат. Вместе с замедлением годовой инфляции этот процесс привел к прекращению снижения реальных заработных плат. В экономической теории в состоянии полной занятости инфляционное давление в отсутствие действия временных факторов и при закоренных ожиданиях должно быть близким к целевому уровню центрального банка. При этом в августе отмечался рост инфляционных ожиданий населения, что в текущей ситуации через разные каналы может привести к повышению инфляционного давления.

Рисунок 42. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

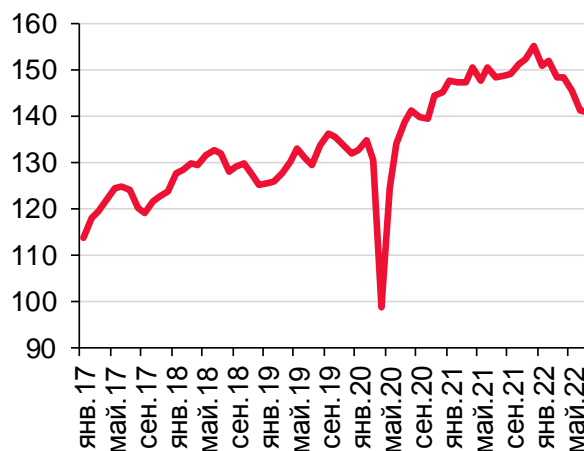
Рисунок 43. Динамика заработной платы, % г/г



Источники: Росстат, СберИндекс.

2) Восстановление потребительского спроса происходит на фоне действия ограничений на стороне предложения, что может дополнительно увеличивать инфляционное давление. С одной стороны, различные косвенные индикаторы говорят о том, что импортные поставки потребительских товаров в целом стабилизировались или растут, в том числе благодаря запуску механизма параллельного импорта. С другой стороны, внутреннее производство некоторых категорий товаров пока снижается. В частности, эта тенденция наблюдается в сегменте потребительских товаров длительного пользования (Рисунок 44). Отдельно стоит рынок легковых автомобилей, где предложение за счет запуска части производств начало восстанавливаться, однако уровень выпуска очень далек от предкризисного.

Рисунок 44. Производство потребительских товаров длительного пользования*, янв. 2016=100%, сезонность устранена



*Текстильные изделия, одежда, кожаные изделия, полиграфия, бытовые приборы, мебель, прочие готовые изделия.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

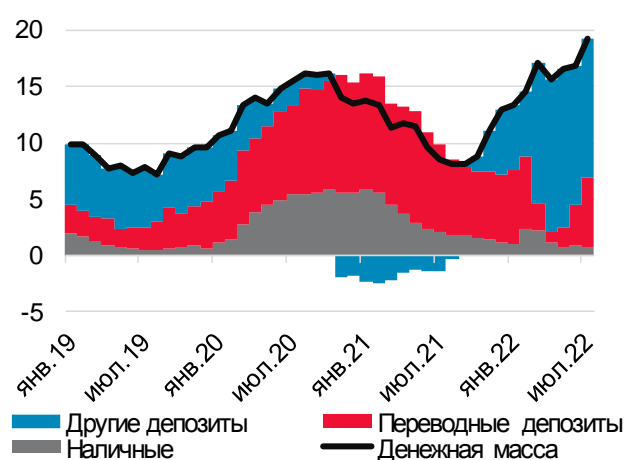
- 3) Динамика денежных агрегатов выглядит проинфляционной. Рост рублевой денежной массы M2 ускорился в июле почти до 20% – максимального значения с 2012 года, на фоне оживления кредитной активности, дефицита бюджета, финансируемого за счет остатков бюджетных средств, а также инвестирования средств ФНБ. Более того, по мере снижения ставок по депозитам снова начала расти ликвидная часть денежной массы – переводные депозиты. Двухзначный рост рублевых денежных агрегатов при ожидаемом снижении экономики в 2022 году сигнализирует о рисках увеличения монетарной составляющей инфляции, то есть рисках повышения устойчивого инфляционного давления.

Рисунок 45. Рост денежных агрегатов, % г/г



Источник: Банк России.

Рисунок 46. Структура роста M2, % г/г



Источник: Банк России.

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсисян

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Мария Федулова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев