



ИНФЛЯЦИЯ В ОЖИДАНИИ КОНЦА ПАНДЕМИИ

СОФЬЯ ДОНЕЦ,
экономист по России и СНГ,
ИК «Ренессанс Капитал»

Инфляционный тренд этого кризиса существенно отличается от предыдущих не только в России, но и на других развивающихся рынках, прежде всего за счет отсутствия существенного роста инфляционного давления, несмотря даже на значительное ослабление национальной валюты. В чем причина? Прежде всего мы фактически отошли от рыночной экономики на время действия карантина: многие рынки оказались временно закрыты, некоторые сталкиваются с ограничениями до сих пор (прежде всего в сфере услуг). При этом все пережили падение спроса, по скорости и масштабу превосходящее предыдущие кризисы. Во-вторых, возросший уровень неопределенности сильно затрудняет планирование и производства, и сбыта. В этих условиях многие производители и ритейлеры предпочли осторожную политику в отношении цен — не повышать резко, но и не снижать.

Для России важным отличием от предыдущих кризисных эпизодов стало то, что страна подошла к нему с уже низким уровнем инфляции, стабилизировавшимися инфляционными ожиданиями, достаточным уровнем доверия к Центральному банку и финансовой системе. В итоге динамика инфляции на удивление несущественно отличалась от докризисных прогнозов: с начала года она плавно повышалась (с 2,4% в январе) и сейчас возвращается к цели Банка России. Мы ожидаем увидеть ее на уровне 4,0% г/г по итогам октября и 4,3–4,5% г/г — к концу года. Если говорить о деталях, уровень инфляции по потребительским товарам (продовольственным и непродовольственным) сейчас находится на уровне 4%, по услугам — ожидаемо отстает (менее 3%). Продовольственная инфляция прошла минимумы в начале года, затем восстановилась и остается устойчивой с начала лета — около 4%. На нее влиял более устойчивый спрос, который меньше пострадал от карантинных ограничений, тогда как со стороны предложения мы также не увидели больших сюрпризов: российский и мировой урожай по большинству культур оказался чуть ниже прошлогоднего, но все же вполне достаточным. Обратим внимание, что продовольствие занимает в России более 30% потребительской корзины. Это один из факторов, за счет которого инфляция может меньше снижаться в посткризисный период (мы уже отметили меньший спад спроса в этом сегменте) и при этом в дальнейшем оставаться более волатильной: погодные условия и урожай

остаются трудно прогнозируемыми и управляемыми переменными. Инфляция по непродовольственным товарам плавно повышалась в течение последних месяцев. В ее динамике, по нашим ожиданиям, до конца года продолжит переноситься эффект ослабления рубля, которое с начала августа превысило 5%. В непродовольственных товарах наиболее высока доля импорта, поэтому сильнее ощутим и эффект переноса курса. По нашим оценкам, ослабление рубля на 5% может добавлять в цены непродовольственных товаров при прочих равных дополнительные 0,5–1 п. п. Инфляция в секторе услуг остается наиболее сдержанной: в сентябре ее уровень снизился до 2,5% г/г. В эту динамику в том числе внесло вклад существенное снижение цен транспорта, вероятно, за счет авиации и железнодорожных перевозок. С одной стороны, замедление роста цен на услуги выглядит ожидаемым, ведь спрос здесь остается наиболее ограниченным. С другой, большой вопрос, насколько сейчас вообще показательна статистика цен на услуги, часть из которых вообще не оказывается или действует в принципиально новых условиях, и насколько конкуренция по цене может быть актуальной в этом сегменте. Проще говоря, даже снижение цен не поможет нам «съесть вчерашний бутерброд» или выпить весь тот кофе, который мы не выпили по дороге на работу в апреле. Мы не исключаем, что в секторе услуг мы еще увидим восстановительный рост цен после снятия всех карантинных ограничений и перенос в цены понесенных издержек. В конце лета мы уже наблюдали

ление потребительской активности из-за коронавируса в октябре—декабре, что приведет к торможению инфляции. Пока темпы роста цен укладываются в целевой диапазон регулятора (3,4% — июль, 3,6% — август, 3,7% — сентябрь, 3,8% — прогноз на октябрь), но если снижение возобновится, ЦБ может приступить к дальнейшему понижению ставки. Директор казначейства банка «Санкт-Петербург» Ринат Кутуев считает, что в случае, если влияние второй волны COVID-19 на ожидаемую инфляцию и ВВП будет существенным, то регулятор может снизить ключевую ставку на 0,5 п. п. В ПСБ допускают снижение ставки в декабре до 4%.

Если Банк России понизит ставку в декабре, то ставки по вкладам на срок до одного года могут снизиться на сопоставимую величину, отмечает Дмитрий Монастыршин. Вместе с тем он считает, что ставки по длинным вкладам будут снижаться медленнее, так как у банков есть потребности

восстановление спроса на услуги, в том числе за счет роста внутреннего туризма. Если говорить о более длинном тренде, важным параметром роста цен на услуги в России является индексация тарифов (услуги ЖКХ в потребительской корзине составляют 11% — больше трети всех расходов на услуги), а также рост зарплат, ведь в сегменте услуг доля расходов на труд заметно выше, чем в товарах. По тарифам правительство закладывает в планы индексацию вблизи 4% ежегодно. По зарплатам мы также ожидаем роста на 3–4% в этом году и 6–7% г/г в последующие годы. Такой рост может поддерживаться, с одной стороны, сохраняющимся дефицитом кадров и сокращением трудовых ресурсов (за счет старения населения), с другой, последовательной индексацией зарплат бюджетникам. В предыдущий период бюджетной консолидации 2015–2017 годов правительство пропускало индексации фактически два года, и это, на наш взгляд, было важным условием дезинфляции. Бюджетная консолидация 2021–2022 годов планируется гораздо мягче. Комбинация перечисленных факторов поддерживает наш достаточно сбалансированный прогноз инфляции: мы не ждем ее резких скачков в сторону повышения, но и не предполагаем, что она снизится до уровней, наблюдаемых, например, в Европе. Вклад в стабильность инфляции, безусловно, будет вносить и политика Банка России, который в ходе этого кризиса еще раз доказал, что цель по инфляции — его главный и не пререкаемый приоритет.

в длинных ресурсах. «Сейчас борьба за клиентов—физических лиц в полном разгаре. Сейчас она идет в сегменте до востребования, а также посреднических услугах доступа на рынки ценных бумаг. В результате вклады начали уменьшаться. Это отрицательно влияет на ликвидность банковской системы, и долго так продолжаться не может. По нашему мнению, банки скоро вернуться к борьбе за вкладчика», — отмечает Ринат Кутуев.

Впрочем, и массового оттока средств физических лиц с вкладов на рынке тоже не ждут. «Депозиты остаются наиболее востребованным инструментом сбережений, и небольшая коррекция ставок в сторону понижения не повлияет на их привлекательность, что уже было продемонстрировано статистикой за последнее время», — отмечает директор департамента операций на финансовых рынках банка «Русский стандарт» Максим Тимошенко ●

Банк России в своем базовом сценарии видит инфляцию на уровне 3,8–4,2% в конце этого года, 3,5–4,0% г/г в следующем году. Важный вопрос, какой уровень процентной ставки Банк России считает необходимым поддерживать, чтобы удерживать инфляцию в этом диапазоне. В недавнем интервью заместитель председателя ЦБ Алексей Заботкин подтвердил, что регулятор в ближайшее время готов раскрыть количественный прогноз по изменению ключевой ставки на ближайшие годы, что даст рынку больше определенности. Ранее ЦБ использовал только качественный сигнал, указывая, что небольшое снижение ставки с текущего исторического минимума 4,25% в 2020 году еще возможно, а ее повышение до нейтральных уровней планируется, вероятно все, не ранее 2022 года. Однако важно понимать: траектория ключевой ставки — это не обязательство ЦБ, а всего лишь прогноз, который зависит от факторов формирования инфляции. К более раннему началу повышения ключевой ставки могут, например, привести реализация внешних шоков и ослабление рубля, которое скажется на ценах. Другой вариант: если восстановление спроса опередит восстановление предложения, дезинфляционный момент не реализуется и аргументы для длительного сохранения мягкой кредитной политики сократятся. «Ренессанс Капитал» считает более вероятным именно такой базовый сценарий, где Банк России может вернуться к нейтральному уровню ставки 5–6% уже в конце 2021 года.