

## ОГЛАВЛЕНИЕ:

<b>РЕЗЮМЕ</b> .....	1
<b>ЧТО ОЖИДАЕТСЯ</b> .....	2
<b>ПРЕДПОСЫЛКИ</b> .....	2
<b>СОЦИАЛЬНЫЕ ВЫПЛАТЫ АВГУСТА–СЕНТЯБРЯ «ПЕРЕЗАГРУЗЯТ» ИНФЛЯЦИЮ ОСЕНЬЮ 2021 ГОДА</b> .....	3
<b>ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ НОСЯТ УСТОЙЧИВЫЙ, ДОЛГОСРОЧНЫЙ ХАРАКТЕР</b> .....	3
<b>ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ БУДУТ ЧАСТИЧНО БАЛАНСИРОВАТЬСЯ ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫМИ ТЕНДЕНЦИЯМИ</b> .....	5
<b>УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ СКАЗЫВАЕТСЯ НА УРОВНЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК В ЭКОНОМИКЕ</b> .....	6
<b>КОНТАКТЫ И АВТОРЫ</b> .....	7

## РЕЗЮМЕ:

- ✔ Наблюдаемое со середины августа ускорение инфляции, существенные социальные выплаты в сентябре, а также доминирование устойчивых долгосрочных проинфляционных факторов не оставляют шансов ключевой ставке удержаться на уровне 6.5%. НРА ожидает, что на ближайшем заседании Совета Директоров Банка России ключевая ставка будет повышена на 0.5% до 7%
- ✔ Базовым сценарием Агентства является кумулятивное повышение ставки на 1% на оставшихся в этом году заседаниях Совета Директоров. В дополнении к сентябрьскому решению, НРА предполагает повышение ставки на 0.25% в октябре и ноябре 2021 года. В декабре текущего года Банк России, скорее всего, оставит ставку без изменения на фоне некоторого снижения инфляционного давления в конце года.
- ✔ Ключевым определяющим фактором повышения ставки в сентябре 2021 являются единовременные выплаты пенсионерам, военнослужащим и сотрудникам правоохранительных органов на общую сумму около 500 млрд. рублей. Несмотря на то, что доходы государственного бюджета позволят безболезненно это сделать (дополнительные доходы в бюджет в 2021 году могут составить до 2 трлн. рублей), такой прирост располагаемых доходов в условиях разрыва выпуска приведет к «перезагрузке» роста цен в сентябре.
- ✔ Инфляция в России во второй половине августа уже демонстрировала тенденцию к росту. По оценкам НРА инфляция в августе 2021 года в годовом выражении составила около 6.7% и выросла по сравнению с июлем (6.46%). Агентство ожидает увеличение инфляции в сентябре 2021 года до 6.85% в годовом выражении.
- ✔ Инфляция с начала года составила 4.58%, НРА прогнозирует, что ее значение на конец года составит около 6.3%–6.5%, что чуть выше, чем прогноз по инфляции Банка России (5.7%–6.2%). Основной вклад в инфляцию продолжат вносить удорожание товаров с высокой импортной составляющей из-за сохраняющихся логистических проблем. В наибольшей зоне риска – услуги, мебель, одежда и обувь, автомобили и бытовая электроника. Однако, темпы инфляции к концу года начнут снижаться за счет эффекта «высокой базы» второй половины 2021 года.
- ✔ НРА отмечает, что новое ужесточение денежно-кредитной политики позволит лишь частично сдержать рост цен. Большинство проинфляционных факторов носят долгосрочный и внешний для экономики России характер и лишь частично поддаются влиянию повышения ключевой ставки. Дальнейшая инфляционная картина будет зависеть от сроков и масштаба нормализации денежно-кредитных политик мировыми центральными банками.

✓ При прогнозируемом росте ключевой ставки до 7%, в сегменте розничного банковского кредитования ставки могут вырасти в среднем до 9,5% по ипотеке, по автокредитованию – до 14,5%, по потребительскому кредитованию (зависит от типа кредита) – от 14,5% до 22%. В сегменте корпоративного кредитования нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в диапазоне от 7,5% до 9%. По кредитам малому и среднему бизнесу прогнозируются средняя ставка в диапазоне от 8,5% до 9,5%. НРА также ожидает до конца года роста средних ставок по вкладам физических лиц до 6,5%–7,5%. При этом ставки депозитов окажутся лишь незначительно выше уровня инфляции.

## 1. ЧТО ОЖИДАЕТСЯ

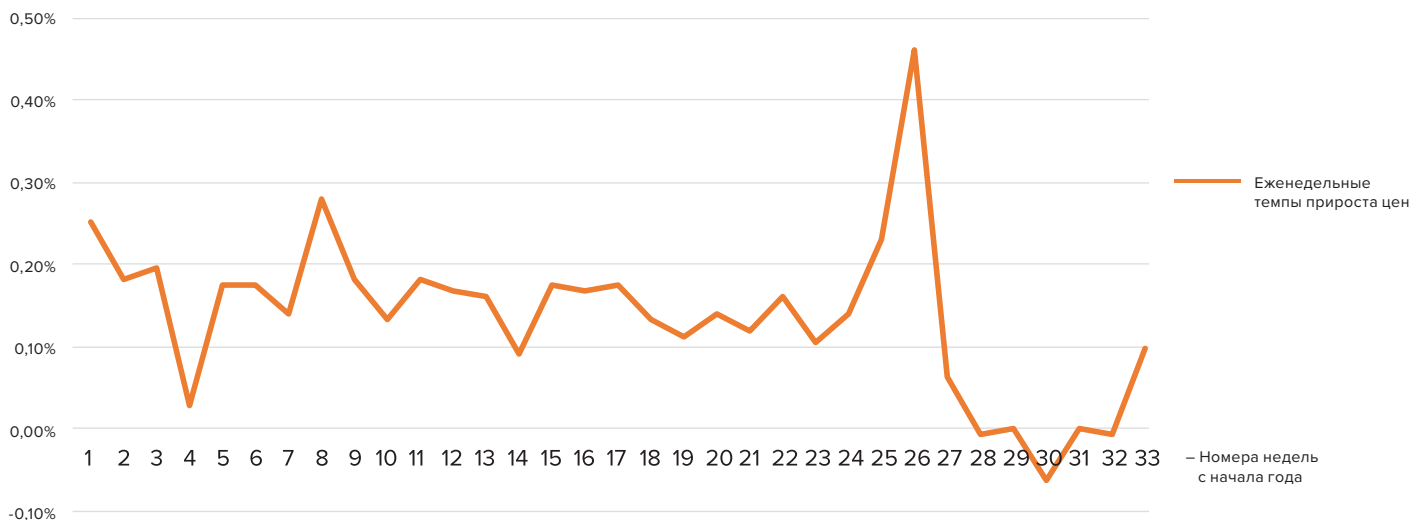
9 сентября 2021 года состоится очередное заседание Совета Директоров Банка России, на котором будет принято решение по ключевой ставке. Базовым сценарием НРА рассматривает повышение ключевой ставки до уровня 7% что связано с ожиданием инфляционного давления осенью на фоне доминирования проинфляционных факторов и крупномасштабных единовременных выплат пенсионерам, военнослужащим и сотрудникам правоохранительных органов.

## 2. ПРЕДПОСЫЛКИ

23 июля 2021 года Банк России уже **повысил ключевую ставку на 1% до уровня 6,50%**. Это решение, в первую очередь, диктовалось смещением баланса рисков для инфляции в сторону проинфляционных рисков. Существенно усилились долгосрочные факторы роста цен за счет более быстрого расширения спроса по сравнению с возможностями наращивания выпуска. В связи с этим инфляция складывалась выше прогноза регулятора. По прогнозу Банка России, годовая инфляция составит **5,7–6,2% в 2021 году**.

**В июле 2021 года инфляция вышла на высокое плато на уровень 6.46%** в годовом выражении (ежемесячная инфляция составила 0.3% после 0.7% в июне), в первую очередь за счет сезонного удешевления плодоовощной продукции. **Однако, уже в августе 2021 года рост цен вновь ускорился** (к концу месяца недельная инфляция вернулась в диапазон 0.1%–0.2%), в основном за счет изменения цен на непродовольственные товары (особенно на товары с импортной составляющей, а также лекарства) (Рис. 1)

**Рис.1.**  
Недельный прирост цен с начала года



Источник: Банк России

### 3. СОЦИАЛЬНЫЕ ВЫПЛАТЫ АВГУСТА-СЕНТЯБРЯ «ПЕРЕЗАГРУЗЯТ» ИНФЛЯЦИЮ ОСЕНЬЮ 2021 ГОДА

Президентом и Правительством России было принято решение произвести существенные социальные выплаты в августе и сентябре 2021 года. Так, с 1 августа работающим пенсионерам был произведен беззаявительный перерасчет страховых пенсий. Российские семьи с детьми в возрасте от 6 до 18 лет получили единовременную выплату на школьников в размере 10 тыс. рублей. В числе иных мер были произведены перерасчет доплат к пенсиям членам летных экипажей воздушных судов гражданской авиации, а также отдельных категорий работников организаций угольной промышленности. **НРА оценивает суммарную нагрузку на бюджет от этих мер в размере 200 млрд рублей.**

В сентябре 2021 года будут произведены также единовременные выплаты пенсионерам, военнослужащим, а также сотрудникам правоохранительных органов. На эти цели потребуется еще около 500 млрд рублей из бюджета.

По расчетам НРА, доходы государственного бюджета позволят безболезненно произвести эти социальные выплаты. Их доля в ВВП невысока (не более 0.7% ВВП) и их возможно профинансировать за счет дополнительных бюджетных доходов. Объем таких доходов в 2021 году может составить до 2 трлн. рублей.

Тем не менее, этот единоразовый прирост располагаемых доходов **приведет к росту спроса на товары** в условиях ограниченного выпуска и логистических ограничений. НРА ожидает, что инфляционный эффект от этих мер в **полной мере себя проявит во второй половине сентября** и усилится за счет исчерпания к тому времени влияния сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию. В связи с этим Агентство прогнозирует повышенную непродовольственную инфляцию в сентябре. В начале месяца она составит **0.1% на еженедельной основе**, а концу месяца может усилиться **до 0.2%-0.25%** на еженедельной основе. В связи с этим, НРА ожидает увеличение инфляции **до 6.85%** в годовом выражении в **сентябре 2021 года**.

### 4. ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ НОСЯТ УСТОЙЧИВЫЙ, ДОЛГОСРОЧНЫЙ ХАРАКТЕР

НРА полагает, что на горизонте 6 месяцев баланс между проинфляционными и дезинфляционными факторами устойчиво останется на стороне проинфляционных факторов, многие из которых носят долговременный характер.

#### **А** Устойчивое восстановление спроса при дефиците предложения.

Анализ деловой активности показывает разрыв между умеренным ростом в производственных отраслях и быстрым восстановлением в потребительских сегментах (таких как розничная торговля, общественное питание и платные услуги населению) (Табл. 1). Такой дисбаланс на фоне ограниченности импорта создает дефицит, выражающийся в росте цен.

Табл.1.

#### Показатели деловой активности

В % к соответствующему периоду предыдущего года	Июль 2021	Июнь 2021	Май 2021	Апрель 2021	Март 2021	Февраль 2021	Январь 2021
Розничная торговля	4,7	10,9	27,2	35,1	-3,4	-1,5	0,2
Строительство	9,3	15,7	7,7	6,9	0,4	0	0,1
Сельское хозяйство	0,9	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,6	0,7
Платные услуги населению	20,2	38,3	52	54	1,4	-5,5	-8,7
Общественное питание	30,9	73,6	115,2	115,9	3,5	-8,1	-9,8
Промышленное производство	6,8	10,4	11,8	7,6	1,1	-3,2	-1,9
Добыча полезных ископаемых	11,6	13,7	12,3	-1,8	-5,6	-9,0	-7,4
Обрабатывающие производства	3,4	7,6	11,4	14,9	4,2	-1,7	-0,2
• пищевая промышленность	5,9	2,2	4,6	5,1	2,5	-0,5	0,2
• легкая промышленность	-3,4	6,0	13,1	43,2	12,2	5,8	5,4
• деревообрабатывающий комплекс	9,7	10,9	20,4	17,2	5,8	1,7	1,2
• производство кокса и нефтепродуктов	4,1	9,8	10,2	4,6	-3,7	-9,4	-8,1
• химический комплекс	5,0	8,9	10,8	11,5	8,4	8,8	21,5

Табл.1. (продолжение)

В % к соответствующему периоду предыдущего года	Июль 2021	Июнь 2021	Май 2021	Апрель 2021	Март 2021	Февраль 2021	Январь 2021
• металлургический комплекс	2,0	4,8	12,9	11,5	-3,5	-4,9	-3,4
• машиностроительный комплекс	-1,8	12,2	21,9	62,9	28,9	1,1	7,2
Обеспечение электроэнергией, газом и паром	6,5	8,1	8,7	6,0	11,0	9,0	8,7
Водоснабжение, водоотведение, утилизация отходов	16,7	33,5	23,8	30,8	9,7	10,8	15,4

Источник: Росстат, Министерство экономического развития России, оценки НРА

Тем не менее, **летом сохранялась тенденция к стабилизации** в потребительском сегменте при уверенном восстановительном росте в производственных отраслях. Так, в ключевых производственных отраслях (за исключением добывающих, где доминирующим является фактор соглашения с ОПЕК+) июльские показатели объемов производства **уже в среднем на 4.5%** превышают уровни, наблюдаемые до введения ограничений. Такая динамика будет приводить к постепенному сокращению разрыва выпуска. На взгляд НРА, влияние этого фактора к концу года несколько ослабнет. Этому также будет способствовать начавшееся во втором полугодии замедление роста кредитной активности с учетом нормализации денежно-кредитной политики, а также разворачивание мер, направленных на ограничение стимулов банков к наращиванию рискованного кредитования и на нормализацию бюджетных расходов.

#### Б Дефицит предложения и рост издержек, вызванные ограничительными мерами, связанными с распространением новой, коронавирусной инфекции.

Ограничения на перемещение и работу граждан, введенные в связи с новой коронавирусной инфекцией в большинстве стран (включая Россию) продолжает сказываться на ассортименте и сроках поставки импортной продукции широкого спектра (начиная от сырья и заканчивая готовыми изделиями). В большинстве стран также идет восстановительный рост, сопровождающийся превышением спроса над предложением (включая все цепочки производственного цикла). Эти дисбалансы сопровождаются ростом цен. В связи с этим в некоторых потребительских непродовольственных сегментах (мебель, автомобили, электроника и бытовая техника, одежда, предметы роскоши) среднегодовые темпы роста цен в 2021 году превышают уровни, наблюдаемые в периоды до введения ограничений (Рис. 2, 3). Некоторое снижение цен производителей в летний период может смениться ростом осенью, если ограничительные меры будут вновь усилены. НРА полагает, что данный проинфляционный фактор продолжит доминировать в следующие 6–12 месяцев.

Рис.2. Ежемесячная инфляция в годовом выражении по видам товаров

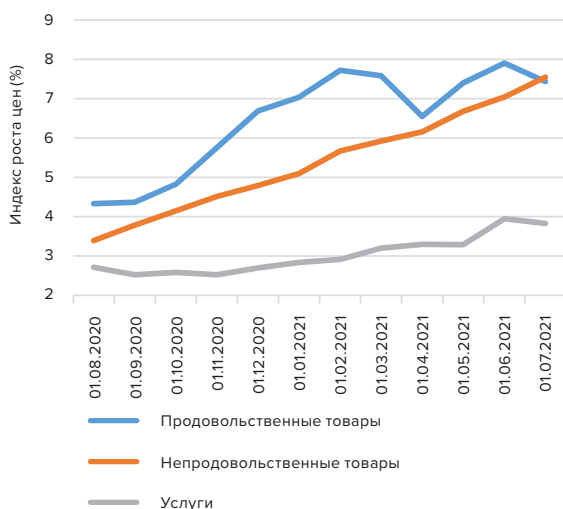
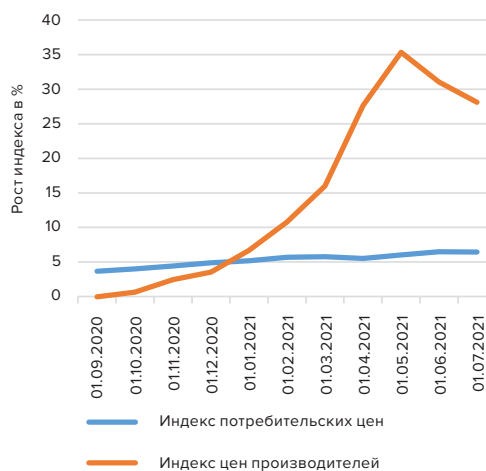


Рис.3. Динамика потребительских цен и цен производителей в России



#### **В** Сокращение безработицы и новые тренды на рынке труда.

Введение удаленной работы, ускоренное развитие технологий, а также ограничение мобильности граждан из-за ограничительных мер привело к структурным сдвигам на рынке труда и сложностям привлечения трудовых мигрантов. Кроме того, восстановление экономической активности приводит к сокращению безработицы к уровню 2019 года, что может привести к ускорению роста номинальных зарплат в экономике и усилит инфляционное давление.

#### **Г** «Импорт» инфляции из-за рубежа за счет высокой доли импортных товаров в структуре потребления.

По данным на 1 и 2 кварталы 2021 года (данные Росстата) доля импортных потребительских товаров в товарных ресурсах розничной торговли стабильно составляла около 40%. Рост инфляции в ведущих экономиках, увеличивающиеся товарные цены и цены мировых производителей, ослабление рубля по отношению к корзине валют – все это ведет к ускорению инфляции.

#### **Д** Ожидания ужесточения денежно-кредитных политик регуляторами ведущих стран.

НРА ожидает, что большинство развитых стран будет постепенно отказываться от мягкой кредитной денежной политики по мере восстановления экономик после пандемии. В арсенале регуляторов будет две меры: сократить программы выкупа активов и повысить ключевые ставки. Результатом этих действий, скорее всего, станет укрепление доллара и евро по сравнению с валютами развивающихся стран. Ослабление рубля увеличит стоимость импорта, что ускорит и общий рост цен в России.

### 5. ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ БУДУТ ЧАСТИЧНО БАЛАНСИРОВАТЬСЯ ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫМИ ТЕНДЕНЦИЯМИ

В свою очередь, проинфляционные факторы продолжат частично балансироваться целым рядом дезинфляционных факторов, к числу которых относятся:

#### **А** Эффект высокой базы.

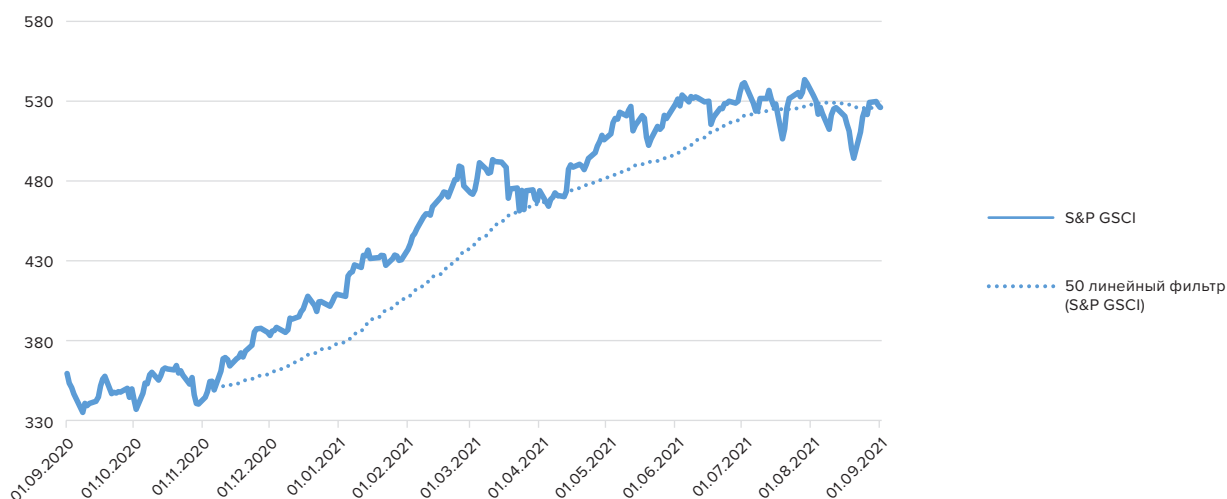
Во 3 и 4 квартале 2021 года расчетная инфляция пойдет на спад, так как ее оценка будет производиться по сравнению с высокими показателями инфляции второй половины 2020 года.

#### **Б** Замедление роста мировых цен на сырьевых рынках.

Индекс цен на сырьевые рынки (рис. 4) вышел на плато и показывает тенденцию к снижению. Этому способствуют три основных причины: **1** начинающиеся шаги по ужесточению денежно-кредитной политики мировыми регуляторами; **2** постепенное сокращение дефицита предложения по мере восстановления мировой экономики после пандемии; **3** сокращением издержек производителей по мере снятия ограничительных мер. Охват населения вакцинацией в большинстве стран неуклонно растет, что ведет к уменьшению тяжелых случаев протекания COVID-19 и, соответственно, снятию части ограничительных мер.

**Рис.4.**

**Индекс цен на сырьевые товары**



Источник: S&P GSCI, 2021

## В Меры, предпринимаемые Правительством для стабилизации цен.

К их числу относятся: **1** соглашения с производителями и розничными продавцами о стабилизации цен и уменьшению наценки на социально-значимые товары; **2** увеличение экспортных пошлин и введение демпферного механизма; **3** поддержка сельхозпроизводителей (путем льготного кредитования, льготного лизинга, льготных тарифов на перевозку, субсидирования части процентных расходов). По мнению НРА, демпфирующий механизм в значительной степени сдерживает влияние растущих мировых цен на цены внутри России, особенно по продовольственным и непродовольственным товарам.

## Г Снижение геополитических рисков в курсе рубля.

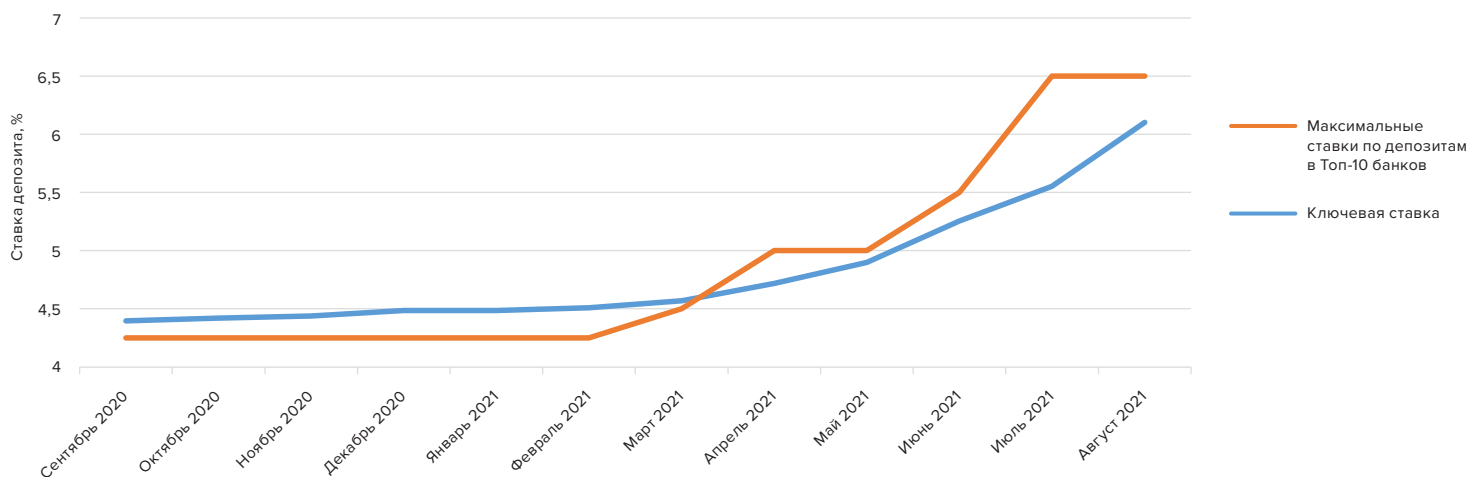
Некоторая стабилизация «в низшей точке» отношений России, а также формирующийся консенсус между США и ФРГ по вопросу будущего Северного Потока-2 уменьшили геополитическую «премию» в рубле и позволили повысить предсказуемость курса национальной валюты РФ. В частности, не случилось сезонного ослабления рубля в августе, которое прогнозировали многие аналитики.

Тем не менее, **дезинфляционные факторы носят временный характер**. Так, замедление роста цен на товарных рынках может носить временный характер и наоборот смениться ростом к концу года на фоне **дефицита предложения сырья**. НРА обращает внимание, что несмотря на рост индекса S&P GSCI, цены на товары находятся ниже уровней десятилетней давности и им есть еще куда расти. Меры, предпринимаемые Правительством для стабилизации цен, могут носить предвыборный характер, а после их ослабления рост цен на продовольствие может усилиться. Тоже относится и к курсу рубля.

## 6. УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ СКАЗЫВАЕТСЯ НА УРОВНЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК В ЭКОНОМИКЕ

Ужесточение денежно-кредитной политики, изменение параметров льготной ипотеки, а также рост неопределенности в мировой финансовой системе приводит к росту процентных ставок на внутреннем рынке и сокращению рублевого кредитования. Это связано с устойчивым ростом стоимости фондирования (Рис. 5)

**Рис.5.**  
Максимальные ставки по депозитам устойчиво растут



Источник: S&P GSCI, 2021

При прогнозируемом росте ключевой ставки до 7%, в сегменте розничного банковского кредитования ставки могут вырасти в среднем до 9,5% по ипотеке, по автокредитованию – до 14,5%, по потребительскому кредитованию (зависит от типа кредита) – от 14,5% до 22%. В сегменте корпоративного кредитования нефинансовых организаций НРА ожидает средний уровень ставок в диапазоне от 7,5% до 9%. По кредитам малому и среднему бизнесу прогнозируются средняя ставка в диапазоне от 8,5% до 9,5%. НРА также ожидает до конца года роста средних ставок по вкладам физических лиц до 6,5%–7,5%. При этом ставки депозитов окажутся лишь незначительно выше уровня инфляции.

### **СЕРГЕЙ ГРИШУНИН**

Управляющий директор рейтинговой службы  
E-mail: grishunin@ra-national.ru

### **МАРИАНА БАЗАЕВА**

Младший аналитик рейтинговой службы  
E-mail: bazaeva@ra-national.ru

### Контакты для СМИ

### **СВЕТЛАНА ПОДГОРНАЯ**

Директор по связям с общественностью  
Тел. +7 (495) 122-22-55 (143)  
E-mail: podgornaia@ra-national.ru

### Клиентская служба

### **ТАТЬЯНА ГРИГОРЬЕВА**

Директор Клиентской службы  
Тел. +7 (495) 122-22-55 (101)  
Моб. +7 (903) 589-04-27  
E-mail: grigoryeva@ra-national.ru



Национальное Рейтинговое Агентство

115191, г. Москва, Гамсоновский пер., д.2, стр.7  
тел./факс: +7 (495) 122-22-55  
[www.ra-national.ru](http://www.ra-national.ru)

Ограничение ответственности Агентства

© 2021

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»), является его интеллектуальной собственностью, и все права на него охраняются действующим законодательством РФ. Вся содержащаяся в нем информация, включая результаты расчетов, выводы, методы анализа и др., предназначена исключительно для ознакомления; их распространение любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НРА» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «НРА» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «НРА» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: [www.ra-national.ru](http://www.ra-national.ru)

ООО «НРА» и любые его работники не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у лиц, ознакомившихся с настоящим аналитическим обзором, в результате их самостоятельных действий в связи с полученной из него информацией, в том числе за любые убытки или ущерб иного характера, прямо или косвенно связанные с такими действиями. Вся содержащаяся в аналитическом обзоре информация представляет собой выражение независимого мнения ООО «НРА» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «НРА» считает надежными. Любые сделанные в нем предположения, выводы и заключения не имели целью и не являются предоставлением рекомендаций по принятию инвестиционных решений и проведению операций на финансовых рынках или консультацией по вопросам ведения финансово-хозяйственной деятельности. ООО «НРА» не несет ответственности за точность и достоверность сведений и данных, полученных из использованных источников, и не имеет обязанности по их верификации, а также по регулярному обновлению информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре.