



7 июля 2021 г.

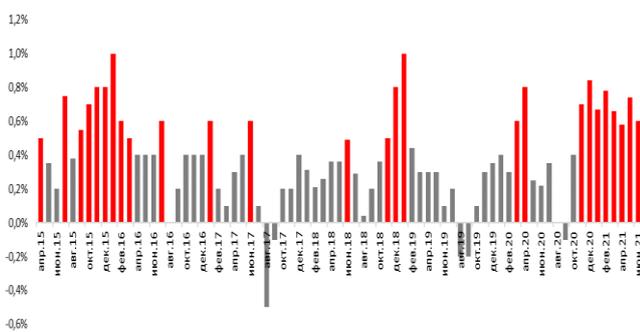
Инфляция в РФ:

Слишком много рисков на горизонте

Уровень помесечной инфляции в России восьмой месяц подряд остается повышенным, а инфляционные риски не снижаются. Быстрое восстановление сырьевых рынков, рост транспортных расходов и риски, связанные с ужесточением монетарной политики ФРС, сохраняют ожидания сильной импортируемой инфляции. Снижение безработицы в России до 4,9% в мае и ограничения на трансграничные поездки являются факторами внутренних инфляционных рисков. Мы повышаем прогноз по инфляции до 6,3% г/г на декабрь 2021 г. и ожидаем, что ключевая процентная ставка ЦБ может дойти до 7% уже к концу года.

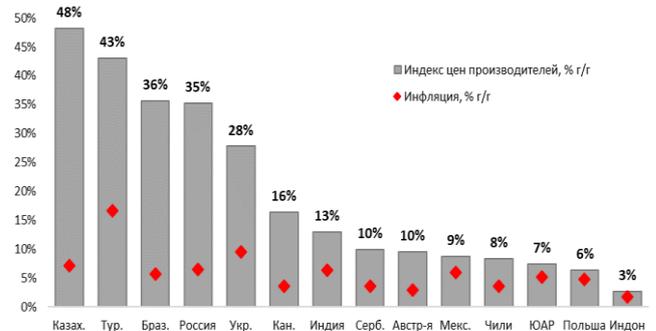
Российская помесечная инфляция остается повышенной восьмой месяц подряд: Июнь 2021 г. станет восьмым месяцем, когда помесечная инфляция в России превышает уровень, который можно считать соответствующим годовому 4%-му таргету по инфляции ЦБ, т.е. 0,4% м/м (в предпосылке, что в августе и сентябре базовым сценарием является нулевой рост цен). Текущий период повышенной инфляции является самым продолжительным с 2015 г. (см Рис. 1). И если первые факторы ускорения инфляции носили временный характер – речь идет о слабом урожае 2020 г. и быстром восстановлении цен на сырьевые товары – сейчас, судя по всему, инфляционное давление нарастает через несколько каналов – как внешних, так и внутренних, что может ухудшить динамику инфляции как минимум до конца этого года.

Рис. 1. Помесечная инфляция в России, % м/м



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Рис. 2. Динамика цен производителей и инфляции по странам на май 2021, % г/г



Источники: МВФ, Блумберг, Росстат, Альфа-Банк

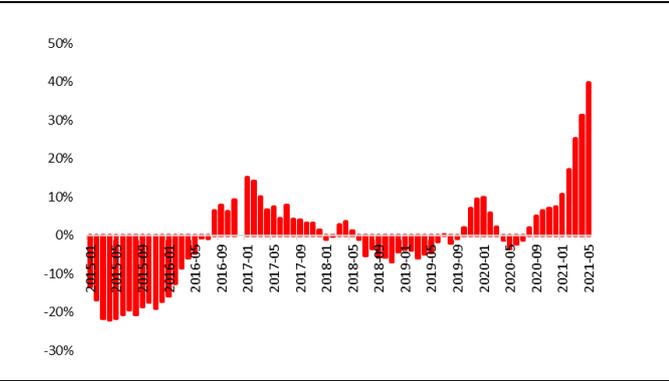
Россия демонстрирует один из самых высоких темпов роста индекса цен производителей (+ 35% г/г в мае): Первоначальный фактор, который стоял за ускорением инфляции, был связан с восстановлением цен на сырьевые товары с конца 2020 г. При этом ожидания стабилизации цен на нефть на уровне \$50-60/барр. сейчас трансформируются в мнение о том, что они могут двинуться к диапазону \$80-100/барр.: и даже если ОПЕК+ решит рано или поздно остановить нефтяное ралли увеличением добычи, динамика нефтяных цен точно превосходит ожидания. Скачок цен на металлы – еще один источник инфляционного сюрприза. Учитывая, что (1) стоимость запасов металлов ниже, чем запасов нефти и нефтепродуктов, (2) ожидаемый технологический сдвиг создаст устойчивый спрос на цветные металлы и (3) инфраструктурные расходы поддерживают рост цен в секторе черных металлов, спрос выглядит очень сильным. Рост мировых цен на сырьевые товары транслируется в цены производителей в сырьевых экономиках (см Рис. 2), и в России по состоянию на май 2021 г. цены производителей растут на 35% г/г.

Индекс мировых цен на продукты питания вырос на 40% г/г в мае: Одновременно и в дополнение к росту сырьевых рынков на мировых рынках происходит быстрый рост цен на продовольствие. По данным Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (FAO), цена мировой продовольственной корзины выросла на 40% г/г в мае, что является самым сильным помесечным ростом г/г за период с начала 2015 г. (см Рис. 3). На 2021 г. рост продовольственных цен, как прогнозируют эксперты, достигнет 24% г/г против всего 3% г/г в 2020 г., что выглядит избыточно позитивным сценарием, учитывая опасения по поводу неустойчивости погодных условий и изменений климата.

Аналитический отдел research@alfabank.ru

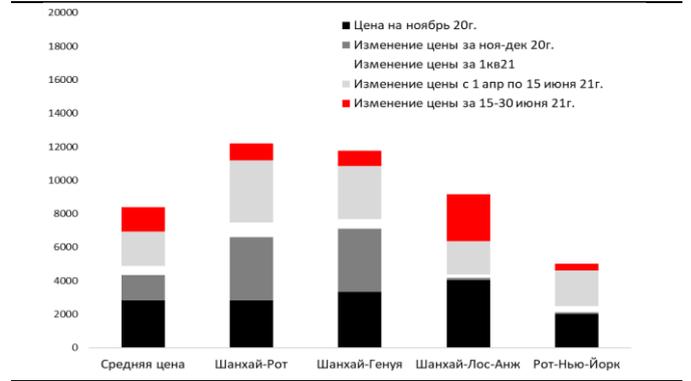
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Рис. 3. Динамика продовольственной корзины ООН, % г/г



Источники: FAO, Альфа-Банк

Рис. 4. Изменение стоимости 40-фут. контейнера с ноября 2020 г.

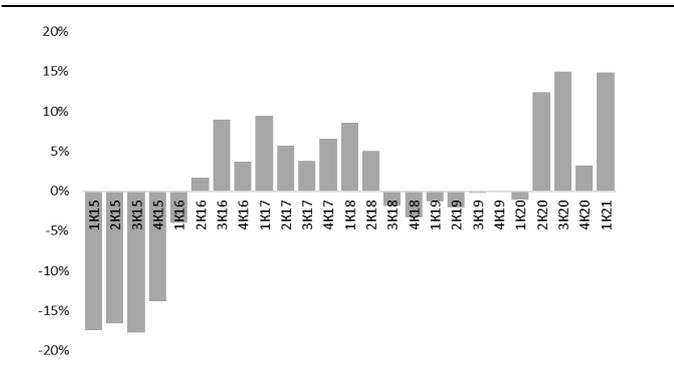


Источники: Drewry, Альфа-Банк

Стоимость контейнерных перевозок продолжает расти и прибавила в среднем 20% во второй половине июня: Еще один инфляционный фактор, влияющий на мировые рынки, это скачок в росте транспортных расходов из-за перебоев в мировой торговле. Лучшей иллюстрацией этого факта является скачок в росте контейнерных расходов, которые с конца прошлого года выросли на 100% до 600% в зависимости от направления, и рост цен не закончен: за две последние недели июня цены на контейнеры выросли в среднем на 20% (см Рис. 4). Еще одним подтверждением перебоев в мировой цепочке поставок являются задержки в поставках – на данный момент только 40% грузов, доставляемых морским транспортом, приходит без задержек, хотя до пандемии этот показатель составлял 70-80% (при этом на морские перевозки приходится без малого 80% всех мировых грузопотоков). Проблема “узких мест” в мировой транспортной сети может сохраняться вплоть до 2022-2023 гг., и до этого времени она может оставаться инфляционным триггером.

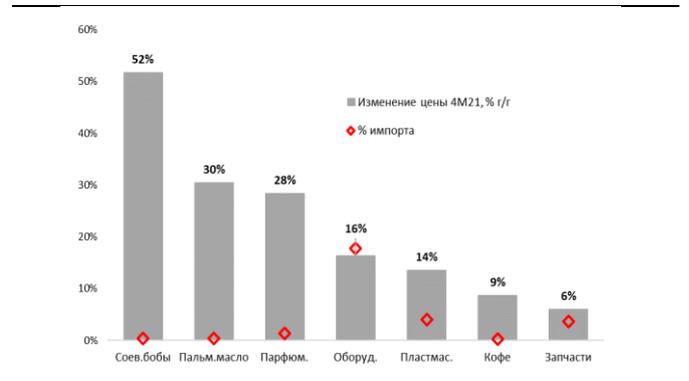
Россия столкнулась с 15%-м г/г ростом цен на импортируемую продукцию в 1К21: Упомянутые выше внешние факторы нашли свое отражение на локальном российском рынке. Хотя правительство сосредоточило свои усилия на том, чтобы исключить эффект ценовой трансмиссии с экспортных рынков, в том числе с рынков зерна, сахара и даже металлов, инфляционное давление формируется и через канал импорта. Рост цен на импортную продукцию в 1К21 оказался максимальным с момента перехода России на инфляционное таргетирование – по нашим расчетам, импортируемая инфляция в 1К21 составила 15% г/г (см Рис. 5). В подтверждение общего роста мировых цен на продовольствие, цены на некоторые импортируемые в Россию продовольственные товары, например, на пальмовое масло и сою, выросли на 30% и 52% г/г соответственно за 4М21. Кроме того, по нашим оценкам, на 16% г/г выросла и стоимость импортируемого оборудования, а на этот сегмент приходится до 20% общих объемов российского импорта (см Рис. 6).

Рис. 5. Изменение цен на импортируемые Россией товары, % г/г



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

Рис. 6. Рост цен на товары российского импорта, % г/г за 4М21, и доля этих товаров в структуре импорта, %



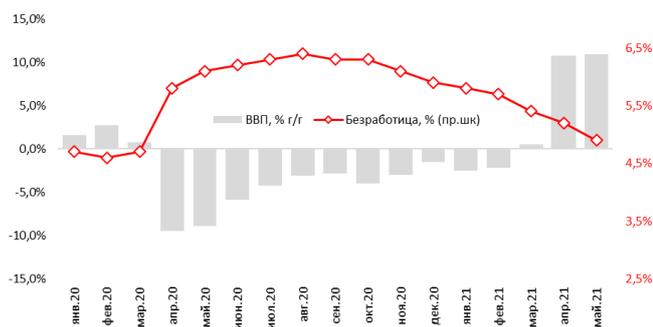
Источники: ФТС, Альфа-Банк

Риск ужесточение политики ФРС может создать негативный эффект переноса в размере 0,5 п. п. в инфляцию будущего года: Импортируемая инфляция может быть под контролем в ситуации благоприятного эффекта переноса; однако в случае с Россией этот сценарий маловероятен. Хотя курс рубля все еще торгуется очень близко к уровням конца прошлого года, возможное изменение риторики ФРС и курс на ужесточение монетарной политики в США по-прежнему являются серьезным риском. Ни одна из валют стран формирующихся рынков (СФР) не смогла продемонстрировать значительное укрепление курса с

начала этого года из-за ожиданий возможного ужесточения политики ФРС. Все возрастающие шансы реализации сценария укрепления доллара с 2П21 могут потенциально добавить до 0,5 п. п. к годовой инфляции 2022 г., если рубль двинется в диапазон 75-80 руб./\$. В данный момент вполне вероятно, что сильные цены на нефть снижают риски подобного сценария, однако нефтяной рынок может исчерпать свой потенциал роста в результате действий ОПЕК+ к тому времени, когда ФРС обозначит конкретные сроки своих действий; общий баланс рисков не способствует укреплению курса рубля в ближайшие 12 месяцев.

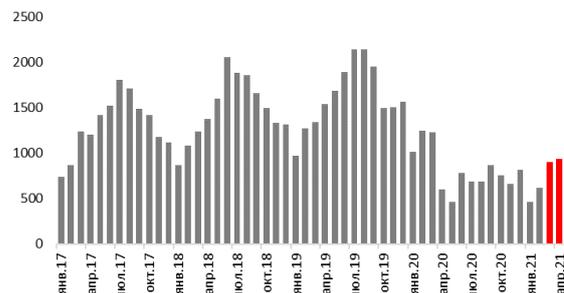
Быстрое снижение безработицы в России до 4,9% в мае указывает на усиление структурных инфляционных рисков: Внешние инфляционные факторы идут рука об руку с ростом внутрироссийских инфляционных опасений, основным из которых является быстрое восстановление российского рынка труда. 2020 г. был отмечен ростом ожиданий, связанных с тем, что цифровизация может сохранить повышенный уровень безработицы, вызвав медленный рост доходов и усиливая дезинфляционное давление. Тем не менее на практике этого не происходит. Начиная с марта, безработица стала быстро снижаться и достигла уровня 4,9% по состоянию на май 2021 г. (см Рис. 7), приблизившись к уровням 1К20 г. и направляясь к историческому минимуму по России на уровне 4,3%, зафиксированному в августе 2019 г. Количество мигрантов, регистрируемых органами официального учета в России, также восстановилось в последние три месяца до 1 млн человек в месяц, указывая на рост спроса на рабочую силу (см Рис. 8). Возобновление частичных карантинных мер, с одной стороны, и рост опасений по поводу повышения налогов корпоративного сектора, с другой, вероятно, сохранят инвестиционный рост слабым, способствуя более сильному росту зарплат. Иными словами, если изначально мы ожидали, что пандемия даст России шанс выйти на новый уровень равновесия – чуть более высокие инвестиции (технологический сдвиг) и чуть более высокая безработица, то на данный момент этот сдвиг, похоже, не произойдет или не будет достаточно быстрым.

Рис. 7. Уровень безработицы, % и рост ВВП, % г/г, в России



Источники: Росстат, Минэкономразвития, Альфа-Банк

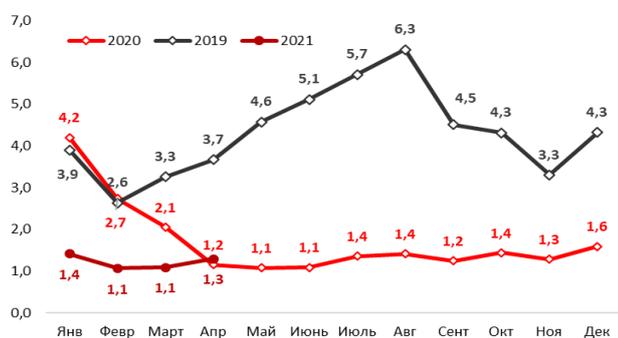
Рис. 8. Количество мигрантов, регистрируемых в России ежемесячно, тыс. человек



Источники: МВД, Альфа-Банк

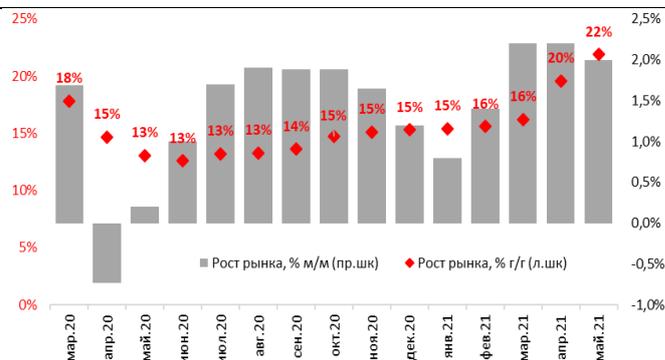
Расходы на международный туризм остаются на уровне \$1 млрд в месяц в 2021 г.: Некоторые временные факторы, которые, как ожидалось, исчезнут в этом году, продолжают создавать инфляционные риски. Во-первых, восстановление международного туризма было частью ожиданий по нормализации экономической жизни в 2021 г., однако, судя по всему, российские границы будут оставаться закрытыми более продолжительное время. Российская статистика платежного баланса пока свидетельствует о том, что россияне в среднем тратят всего \$1 млрд в месяц на международный туризм против \$4 млрд в 2019 г. (см Рис. 9). Мы считаем, что локальное предложение не подстраивалось на регулярной основе под дополнительный спрос, созданный за счет сокращения международного туризма, и, таким образом, закрытие границ следует считать инфляционным, по крайней мере, в ближайшие месяцы.

Рис. 9. Ежемесячные расходы россиян на туризм, \$ млрд



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 10. Динамика рынка розничных кредитов, % г/г и % м/м



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рост розничных кредитов ускорился до 22% г/г к маю 2021: Другой временный фактор, который может иметь инфляционные последствия, – это очень сильный спрос на розничные кредиты. Российский рынок розничного кредитования растет более чем на 2% м/м в месяц с марта этого года и показал рост на 22% г/г по состоянию на май 2021 г. против умеренных ожиданий роста на 13% г/г за полный год. Прямым следствием кредитного роста является продолжающееся быстрое увеличение цен на недвижимость – по оценкам, в среднем за 1П21 цены на недвижимость увеличились на 10% с начала года. Такая динамика работает в поддержку общих завышенных инфляционных ожиданий – по данным ЦБ, в последние три месяца инфляционные ожидания населения повысились и находятся в интервале 11-12%.

Рост цен может вновь ускориться в 4К21: Кроме того, следует учитывать, что есть и дополнительный фактор инфляции, связанный исключительно с контекстом 2021 г. Выборы в Думу, которые пройдут 19 сентября, могут усилить инфляционное давление по двум каналам. Во-первых, правительство, вероятно, увеличит некоторые социальные расходы накануне выборов. Во-вторых, нельзя исключать, что розничные сети могут откладывать рост конечных цен накануне выборов, чтобы затем перейти к их ускоренному повышению в 4К21. В целом, учитывая фактор выборов, мы сохраняем осторожный взгляд на динамику инфляции ближе к концу года.

Мы повысили наш прогноз по инфляции на конец 2021 г. до 6,3% г/г и полагаем, что ЦБ доведет свою ключевую процентную ставку до уровня 7,0% к декабрю этого года: Вполне очевидный вывод в отношении прогноза по инфляции на фоне описанной картины заключается в том, что как минимум на горизонте до конца года следует сохранять осторожность. Мы повысили наш ориентир по инфляции на конец 2021 г. до 6,3% г/г, полагая, что помесечная инфляция сохранится на уровне 0,5% м/м в 4К21. Главными факторами риска являются последствия электорального цикла и возможное ослабление курса в 2П21 на фоне изменения риторики ФРС США. Говоря о более длинном горизонте, мы опасаемся риска импортируемой инфляции, особенно учитывая скачок в росте мировых цен на продовольствие и ускорение инфляции в развитых экономиках. Масштаб инфляционных рисков и быстрый рост ВВП на 10,7-10,9% г/г в апреле-мае 2021 г. (оценка Минэкономразвития) оправдывают более жесткую в сравнении с нашими ожиданиями в предыдущие месяцы политику ЦБ. Мы меняем наш прогноз по повышению ключевой процентной ставки ЦБ на заседании 23 июля, ожидая теперь ее повышения на 75 б. п. до 6,25% против ранее ожидаемых +50 б. п. до 6,0%. И теперь мы ожидаем, что ключевая ставка может достичь 7,0% к декабрю 2021 г., тогда как ранее мы ожидали, что это значение станет пиком в цикле повышения ставки и будет достигнуто только в 1П22.

Контакты/Дисклеймер

Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495) 795-3712

Москва, Россия 107078
795-3712

Начальник дирекции Ценных бумаг
+7 (495) 7857404

Михаил Грачев
mgrachev@alfabank.ru

Начальник управления Акции
+7 (495) 228 8828

Константин Шашаров
kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел

Начальник отдела

Борис Красноженов
bkrasnozenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D.
norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677

Стратегия

Джон Волш
jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов
bkrasnozenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юля Толстых
yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

Радмир Фаттахов
rifattakhov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

Нефть и Газ

Никита Блохин
NBlokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Торговые операции и продажи (Москва)

Международные продажи

Александр Зоров
azorov@alfabank.ru
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина
sgolodinkina@alfabank.ru
+7 (495) 785-7416

Торговые операции

Артем Белобров
abelobrov@alfabank.ru
+7 (495) 785-7414

Потребительский

Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Финансы

Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова
akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Перевод

Анна Мартынова
amartynova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3676

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорощев
didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

РЕПО

Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru
+7 (495) 783-5107

Олег Морозов
omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Альфа Директ

+7 (495) 786-4886

© Альфа-Банк, 2021 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено. Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.