

(таблица 2.1). Их полного истощения власти вряд ли допустят, но где находится критический порог, не знает никто. Также неопределённая ситуация складывается и вокруг сланцевой нефти, добыча которой пока еще высокочрезвычайно затратна и эластична по цене. Однако несмотря на почти трёхкратное падение нефтяных цен за год можно говорить лишь о стабилизации её добычи в США. В этой связи **мы ожидаем сохранения высокой волатильности в краткосрочной перспективе (в диапазоне 35-70 долл./барр.) при сохранении понижающего тренда.**

Сергей Пухов

Инфляция и деньги

3. Инфляция: ускорение с сентября и ухудшение среднесрочных перспектив ее снижения

Масштабное ослабление рубля последних полутора месяцев ставит крест на возможности ограничить текущую инфляцию темпами около 6% годовых. Повторный выход курса рубля на пиковые уровни января-февраля добавит не менее 2,0 п.п. к годовой инфляции в 2015 г. Очередной виток разгона инфляции в сочетании с повышением волатильности курса рубля и обострением фискальных проблем создаёт предпосылки для роста инфляционных ожиданий в среднесрочной перспективе.

Последние дни августа стали особенно неудачными для российского рубля – доллар достигал 70 рублей (рис. 3.1), евро – 81 рубля, что является повторением исторического рекорда, установленного 17 декабря 2014 г. (если ориентироваться на стоимость бивалютной корзины). И хотя после этого рубль несколько укрепился (до 64-65 руб./долл. к 31 августа), **переход курса, равно как и цен на нефть, в новый небезопасный для российской экономики диапазон остаётся фактом.**

По состоянию на конец августа инфляция по предварительным данным не показывает явных признаков ускорения, но динамика курса рубля после произошедшего полного отыгрыша ревальвации марта-мая теперь не просто

Рис. 3.1. Динамика USD/RUB



Источник: Банк России.

перестаёт замедлять рост цен, но и непременно спровоцирует новый виток их ускоренного роста. Впрочем, **новый всплеск инфляции не будет сопоставим с предыдущим**. Если зимняя 55-процентная девальвация прибавила к скользящему годовому темпу инфляции 9,0-9,5 п.п., то последующее укрепление рубля до 50 руб./долл. в сочетании с крайне низким потребительским спросом смогло отыграть обратно лишь не более 1,5 п.п. – **проявился пресловутый «эффект храповика»²**. При этом цены на непродовольственные товары вообще практически не снижались (даже на электронику и бытовую технику), а из числа продовольственных групп значимое снижение цен под воздействием укреплявшегося рубля было отмечено лишь на плодоовощную продукцию, сахар и яйца (везде – после устранения сезонности).

В пользу гипотезы об увеличении маржи торгового звена говорит и улучшение динамики сальдированного финансового результата оптовой и розничной торговли с +36% год к году в первом квартале до +49% во втором квартале. Образование в торговле повышенной маржи, способной абсорбировать относительно небольшие колебания курса, объясняет, почему разворот, начиная с июня, динамики курса рубля в сторону ослабления не привёл к ускорению инфляции в летние месяцы. Однако к концу августа рубль подешевел по отношению к уровням июня примерно на 25%, что явно выходит за границы допустимого.

Крайне высокая волатильность на валютном рынке (как и на нефтяном) де факто вынуждает делать набор оценок годовой инфляции на текущий год исходя из различных сценариев. Если ориентироваться на локальные минимумы, достигнутые в понедельник 24 августа 2015 г. (примерно 71 руб./долл. и 82 руб./евро), предполагая, что такой курс сохранится в будущем, то по итогам года можно ожидать инфляцию на уровне 15,2%. Это существенно превышает 11,0%, которые мы прогнозировали в июне. При этом формально по итогам октября

² При росте закупочных цен розничные цены растут, но при последующем снижении первых розничные цены не снижаются или снижаются, но существенно меньше, чем до этого росли.

скользящий годовой темп инфляции может превысить 17% (в июле он составил 15,6%). Как и почти год назад, основной вклад в прибавку к инфляции будет обеспечен продуктами питания. Если же ориентироваться на более крепкий рубль (примерно 65 руб./долл. и 73 руб./евро), который наблюдался в стадии отскока цен на нефть до 50 долл./барр., то в этом случае **повышение инфляции будет не столь значительным – примерно до 12,8%** по итогам 2015 г. В обоих вариантах начало ускорения роста цен (если речь идёт о динамике цен после устранения сезонности) можно ожидать в сентябре, а самый сильный рост за месяц – в октябре.

Рост инфляции сам по себе – вероятно, не единственный результат повторного витка девальвации. События последних полутора лет показали, что волатильность курса российской валюты теперь не просто высокая – она зашкаливает. Курс резко реагировал последовательно: на отток валюты с развивающихся рынков, украинские события, санкции и цены на нефть. Помимо очевидных прямых минусов этого факта (проблемы ценообразования, оценки рентабельности проектов, структуры сбережений и пр.) есть и не менее очевидный косвенный минус – **неизбежность более высокой (чем при относительно стабильном курсе рубля) инфляции в будущем**. Это обусловлено уже упомянутым выше «эффектом храповика»: в будущем после каждого периода ослабления рубля инфляция будет повышаться, однако укрепление рубля не будет оказывать на разогнавшуюся инфляцию значительного понижательного воздействия. Таких проблем с «залипанием» цен не должно возникать при меньшей амплитуде колебаний курса валюты (скажем, до 10% от минимума до максимума).

Для России данный аспект плавающего курса рубля особенно актуален в связи с тем, что **год назад мы вступили в эру волатильных цен на нефть** (в связи с резко активизировавшейся борьбой за мировой энергетический рынок мало кто ожидает стабильных цен на нефть в ближайшие годы; масштабные колебания нефтяных цен в последние месяцы – яркое тому подтверждение), **беспрецедентно высокой в истории современной России внешнеполитической напряженности и,**

вероятно, снижения интересов инвесторов к развивающимся рынкам (и, в частности, БРИКС³). В этой связи, особенно в результате столь неприятного стечения обстоятельств в последние полтора года, вероятно дальнейшее снижение доверия экономических агентов к российской финансовой системе, и **подрыв веры в саму возможность в среднесрочной перспективе добиться низкой (менее 5%) инфляции в России** – ведь для этого нужна и внешнеполитическая стабильность, и более комфортные для рубля цены на нефть, и решение фискальных проблем неинфляционными способами – и всё это одновременно, и на протяжении нескольких лет подряд. Но насколько такой сценарий реалистичен?

Николай Кондрашов

Реальный сектор

4. Август не принес сильного изменения сложившихся негативных трендов

Августовские опросы Росстата говорят о пока слабой реакции промышленности на летнее снижение нефтяных цен и падение курса рубля. При этом замедление роста прибыли и негативная оценка общей экономической ситуации сказывается на ухудшении инвестиционной динамики. Это снижает возможности перехода реального сектора и экономики в целом от стагнации к росту.

Появившаяся статистика Росстата за июль и опросные данные за август, с одной стороны, порадовали, а с другой – огорчили. Радует то, что **августовские опросы не показали обвального ухудшения текущей ситуации и ожиданий промышленников, несмотря на летнее снижение цен на нефть и падение курса**

³ Если в Китае речь идёт о замедлении экономического роста, то в России и Бразилии официально наблюдается рецессия.