

Есть и другой, более фундаментальный риск для снижения инфляции, причём уже в краткосрочной перспективе. Он связан с улучшением номинальной динамики зарплат (в первом квартале 2016 г. – рост на 5% относительно четвертого квартала 2015 г., сезонность устранена). Правда, мы пока не исключаем, что столь сильный рост зарплат мог быть чисто статистическим, т.е. не наблюдавшимся в действительности⁵.

В целом, доступная статистика за апрель усиливает уверенность в том, что **инфляция по итогам года составит около 6,5%** (именно такой уровень инфляции предусмотрен базовым сценарием Минэкономразвития). Более того, на наш взгляд, выросла вероятность снижения инфляции до 6,0% к концу года. Отметим, впрочем, что такая оценка ситуации пока не слишком широко распространена в экспертном сообществе: консенсус среди профессиональных прогнозистов составляет 7,3% при среднегодовой цене нефти Urals 41 долл./барр.⁶

Николай Кондрашов

Реальный сектор

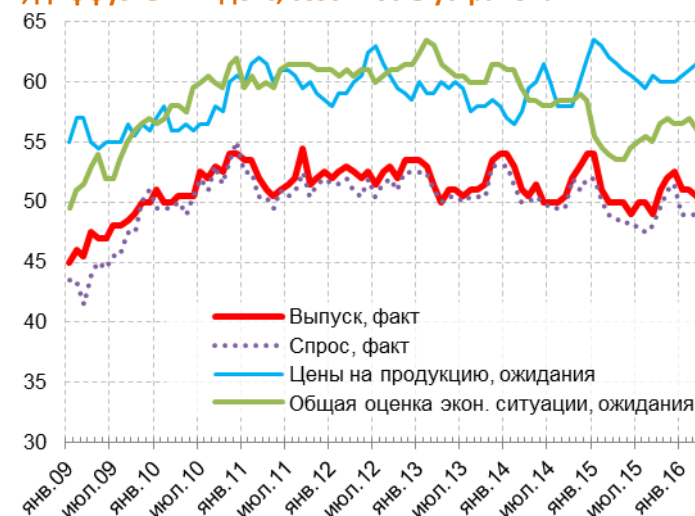
5. Ситуация в промышленности и проблемы денежной политики

В апреле 2016 г. промышленность после слабого роста, наблюдавшегося в первом квартале, начала демонстрировать признаки перехода к стагнации; инфляционные ожидания, судя по данным опросов, пока также далеки от стабилизации. В этих условиях важна более тонкая настройка макроэкономической политики и процесса таргетирования инфляции,

⁵ Подробнее см. «Заработная плата в первом квартале: вопрос веры», Комментарии о Государстве и Бизнесе №112.

⁶ См. раздел «Опрос профессиональных прогнозистов: замедленный рост с 2017 г.» текущего выпуска.

Рис. 5.1. Динамика показателей конъюнктурных опросов по промышленности России в январе 2009 – апреле 2016 гг., диффузный индекс, сезонность устранена



Примечание.

Диффузные оценки= сумма долей опрошенных в %:

1. подтверждающих рост показателя в данном месяце или ожидающих его увеличение в ближайшие три-четыре месяца;
2. подтверждающих неизменность показателя в данном месяце или ожидающих его неизменность в ближайшие три-четыре месяца (все с коэффициентом 0.5).

Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

учитывающая и мировой опыт, и российские особенности.

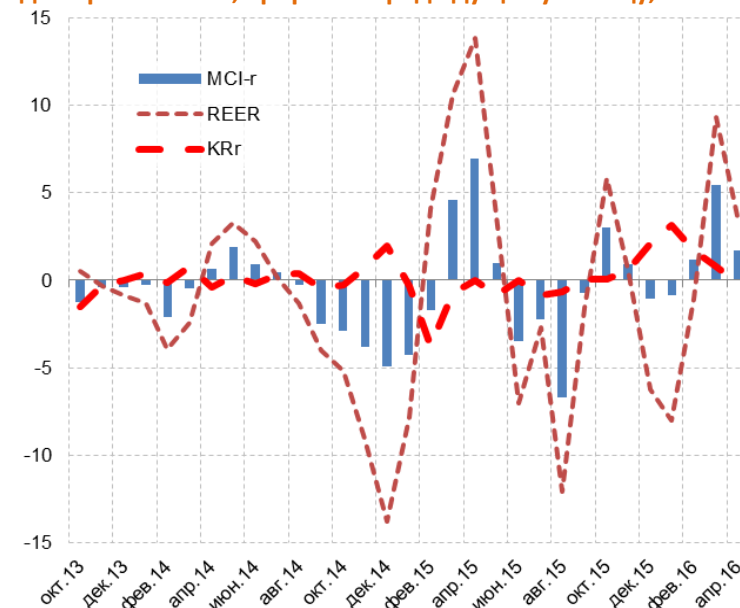
Оживление промышленности, которое наблюдалось в первом квартале 2016 г., оказывается под вопросом. Об этом говорят и результаты апрельских опросов Росстата и ИСИЗЭ НИУ ВШЭ, и появившиеся на пару недель позднее (19 мая) данные регулярной статистики.

В апреле опросный диффузный индекс фактического выпуска промышленности (при использовании данных со снятой сезонностью) упал по сравнению с предыдущим месяцем на 0,5 п.п. до 50 (рис. 5.1), покинув зону роста и войдя в зону **стагнации**. При этом, по данным Росстата за апрель рост промышленности (год к году) снова, как и в феврале нынешнего високосного года, вышел в плюс, составив 0,5%, что, казалось бы, противоречит данным опросов. Однако по данным того же Росстата с устраненной сезонностью роста в апреле относительно предыдущего месяца фактически не было (0% прироста), а по нашим расчетам можно даже говорить о том, что в апреле выпуск в промышленности с учетом сезонности упал на 0,1% к марту. При этом, по нашим расчетам, в добыче полезных ископаемых апрельское снижение к марту составило 0,7%, в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды – 1% и лишь обрабатывающие отрасли подросли в апреле на 0,4%.

Дать более подробный анализ ситуации в промышленности пока затруднительно в силу отсутствия информации по видам экономической деятельности, которая появится позднее. Однако, говоря о ближайших перспективах роста, можно вновь обратиться к опросам, в составе которых диффузный индекс спроса остановился в апреле на уровне 49%, сигнализируя о том, что он уже четвертый месяц находится в зоне снижения.

На фоне падающего спроса рост в промышленности в ближайшее время мог бы поддерживаться ростом складских запасов. Однако для того, чтобы работать на склад, нужно, чтобы у промышленников сформировались устойчивые ожидания улучшения конъюнктуры. А они в апреле, если судить по опросному диффузному индексу общей оценки экономической ситуации, упали на 1 п.п. – до 55 (рис. 5.1).

Рис. 5.2. Динамика Monetary Conjuncture Index (MCI) в российской экономике после введения ключевой ставки и до апреля 2016 г., прирост к предыдущему месяцу, п.п.



Примечание: MCI рассчитан как сумма изменения к предыдущему месяцу ключевой ставки Банка России в реальном выражении (KRr) и реального эффективного курса рубля (REER) по данным Банка международных расчетов (BIS) с коэффициентом 0.5. Значение REER за апрель 2016г. взято по данным Банка России.

Источник: Росстат, Банк России, BIS, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

При этом динамика МСІ в России в период после перехода Банка России в октябре 2013 г. к использованию ключевой ставки в качестве основного инструмента денежной политики характеризуется чрезвычайно сильной волатильностью (рис. 5.2). Хотя Центральный Банк проводит в целом адекватную политику, что (помимо усиления банковского контроля) выражается в сохранении роста денежного мультипликатора (рис. 5.3), однако проблему сглаживания конъюнктуры денежного рынка, и, в частности, вышеуказанного индекса, еще предстоит тем или иным образом решать. Дело в том, что в краткосрочном периоде столь высокая нестабильность денежной конъюнктуры может оказывать негативное воздействие на текущие темпы роста, а в долгосрочном периоде, как указывается в экономической литературе, – на диверсификацию экспорта. В условиях высокой волатильности трансмиссионный механизм денежной политики работает ненадежно, что в марте-апреле текущего года привело, например, к тому, что при кумулятивном росте широкой денежной базы на 4,5% к февралю текущего года агрегат М2 вырос лишь на 1,8%. Как говорится, можно подвести коня к воде, но нельзя заставить его пить.

Можно, конечно, возразить, что важнейшую роль в нестабильности индекса – при мало меняющейся ключевой ставке – играет показатель валютного курса. При этом в условиях наличия классической трилеммы денежно-кредитной политики, которая говорит о невозможности одновременно проводить независимую денежно-кредитную политику, иметь контролируемый валютный курс и свободу движения капитала, полноценно контролировать курс невозможно, так как для этого придется ограничивать свободу движения капитала. Но есть и контраргументы, говорящие о том, что свобода движения капитала в условиях зависимости капитальных потоков от процентной политики ФРС США в чем-то превращает свободу для развивающихся экономик в несвободу, а классическую трилемму денежной политики в своего рода дилемму. В общем в этом направлении есть о чем подумать.

Еще одной не до конца решенной проблемой в сфере денежно-кредитной

Рис. 5.3. Динамика монетарных индикаторов российской экономики



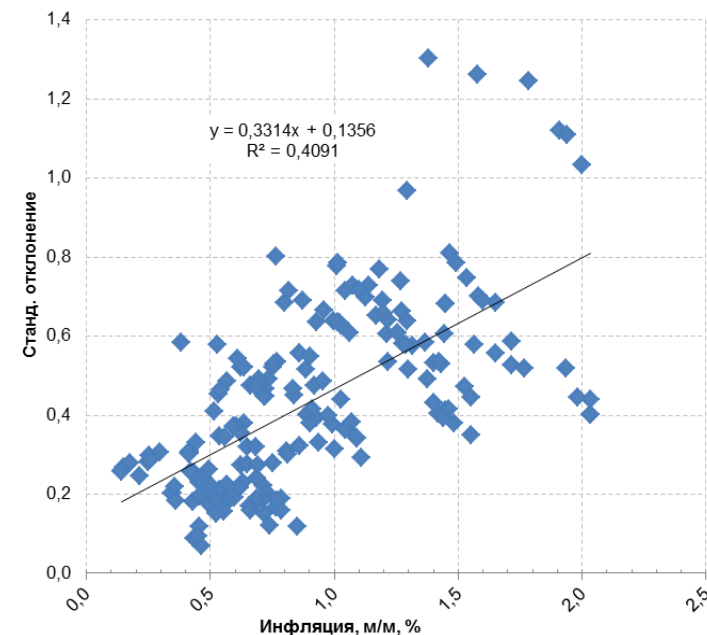
Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

политики является ориентация уже сейчас (по крайней мере, в заявлениях руководителей Центрального банка) на таргетирование инфляции, хотя, как показывает мировой опыт, **большинство стран осуществляли переход к режиму инфляционного таргетирования при достижении инфляцией уровня 4-5% в годовом выражении и какой-никакой стабилизации инфляционных ожиданий.** Достичь такой стабилизации ожиданий при наличии высокой волатильности инфляции крайне сложно, а эта волатильность, как показывают наши расчеты (рис. 5.4), напрямую зависит от уровня инфляции. Такого рода высокая зависимость волатильности от уровня инфляции очень устойчива, так как наблюдается в российской экономике на всех периодах и при использовании для расчетов разных индексов цен.

Это значит, что **таргетирование инфляции и использование для этого всех инструментальных атрибутов этого процесса (в частности, свободно плавающего валютного курса) в условиях, когда инфляцию и ее волатильность нужно просто снижать, может затянуть процесс снижения и стабилизации роста цен,** являющийся важнейшим условием снижения ставки по кредитам, поддержки инвестиционного процесса и перехода к устойчивому экономическому росту. Особенно актуальной эта проблема станет после стабилизации нефтяного рынка, когда использование плавающего курса будет невозможно оправдать чисто прагматическими соображениями, связанными с угрозой быстрой утраты золотовалютных резервов денежных властей при попытках контролировать валютный курс в условиях нестабильной ценовой конъюнктуры нефтяного рынка.

Валерий Миронов

Рис. 5.4. Взаимосвязь прироста инфляции (ИПЦ) к предыдущему месяцу и ее волатильности; все в рамках скользящего помесячно полугодического диапазона в период янв.2000-мар.2016 гг.



Примечание: волатильность ИПЦ рассчитана как стандартное отклонение промесячного прироста в рамках скользящего полугодического диапазона.
Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.