

Инфляция и деньги

2. Таргет ЦБ входит в зону видимости

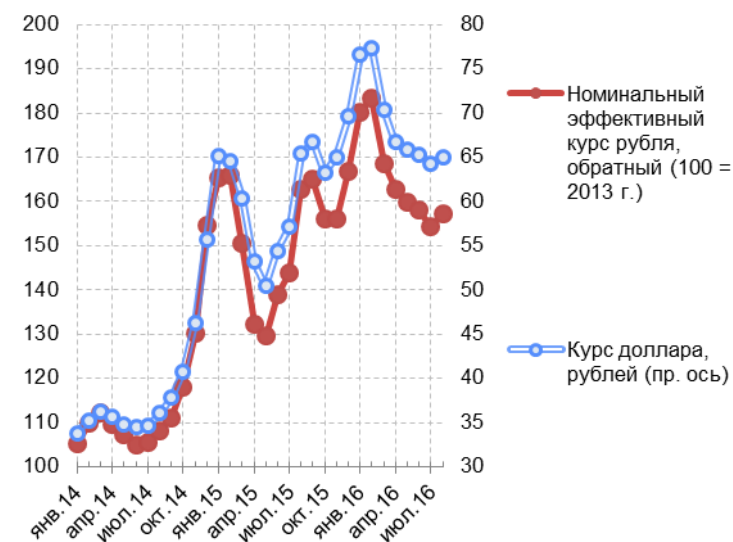
В августе уровень потребительских цен не изменился, а годовая инфляция опустилась до самого низкого с начала кризиса уровня. На фоне слабого потребительского спроса и укрепившегося относительно первого полугодия курса рубля продолжает снижаться сезонно сглаженная инфляция. По итогам года инфляция составит около 5,5% с перспективой снижения до 4,5% в 2017 г. Однако риски того, что инфляция так и не опустится ниже текущего уровня, пока сохраняются.

Рост потребительских цен в августе составил 0,0% против 0,5% в июне, что объясняется действием сезонных факторов и является нормальным явлением для этого месяца. Темп 12-месячной накопленной инфляции после колебаний в марте-июле в диапазоне 7,2-7,5% опустился до 6,9%, самого низкого уровня с апреля 2014 г. Согласно нашим оценкам, тенденция на снижение годовой инфляции в ближайшие месяцы продолжится даже при сохранении текущей динамики сезонно сглаженного роста цен ввиду эффекта высокой базы. Во втором полугодии прошлого года текущая инфляция была повышенной на фоне ослаблявшегося рубля, в то время как в текущем году курс рубля заметно крепче, чем в первом полугодии (рис. 2.1).

Ввиду сильного влияния эффекта сезона на инфляцию в августе особое внимание стоит уделить динамике цен после устранения этого фактора. Сезонно сглаженная базовая инфляция², составлявшая в апреле-июле 5,4-5,8% годовых, в августе опустилась до 4,7% годовых – до этого в последний раз она составляла менее 5,0% в январе 2014 г., два с половиной года назад. Это говорит не только о том, что инфляционная динамика замедляется, но и о том, что уже сейчас открываются перспективы снижения годовой инфляции до уровней существенно ниже тех, что

² Осуществлять сезонную корректировку обычного индикатора инфляции менее информативно и корректно ввиду большого влияния компонент с неустойчивой сезонностью.

Рис. 2.1. Среднемесячная динамика курса рубля



Примечание. Последняя точка – август 2016 г.
Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

наблюдалась до текущего кризиса (около 6-6,5% годовых).

Таблица 2.1. Динамика ключевых индикаторов инфляции, в %

	2015					2016							
	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг
<i>В приростах за месяц</i>													
Инфляция	0,3	0,6	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,0
продовольственные товары, с.у,	0,5	0,8	0,8	0,7	1,0	0,7	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5
непродовольственные товары, с.у,	0,8	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4
базовые платные услуги, с.у,	1,7	0,0	0,3	0,2	1,1	1,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2
Базовая инфляция (Росстат)	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4
Базовая инфляция (ЦР)	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4
Базовая инфляция (Росстат), с.у.	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Базовая инфляция (ЦР), с.у.	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
<i>В приростах за год</i>													
Инфляция	15,8	15,7	15,6	15,0	12,9	9,8	8,1	7,3	7,3	7,3	7,5	7,2	6,9
Базовая инфляция (Росстат)	16,6	16,5	16,4	15,9	13,7	10,7	8,9	8,0	7,6	7,5	7,5	7,4	7,0
Базовая инфляция (ЦР)	16,4	16,3	16,3	15,8	13,5	10,3	8,5	7,6	7,4	7,3	7,4	7,4	6,9

Примечание. С.у. – сезонность устранена.

В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания.

Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рост сезонно сглаженных цен на **продовольствие** (в составе базовой инфляции) замедлился с 8,8% годовых в январе (тогда сказалось сильное ослабление рубля в начале года) до 4,8% годовых в августе. Ослабление волны роста цен носило устойчивый характер. Исключение – ускорение роста цен на продовольственные товары с 6,0% в июне до 6,6% в июле – было обусловлено кратковременным ослаблением курса рубля с 63 до 66 рублей за доллар, ставшим самым сильным колебанием курса с февраля. Уже в августе произошёл возврат на прежнюю

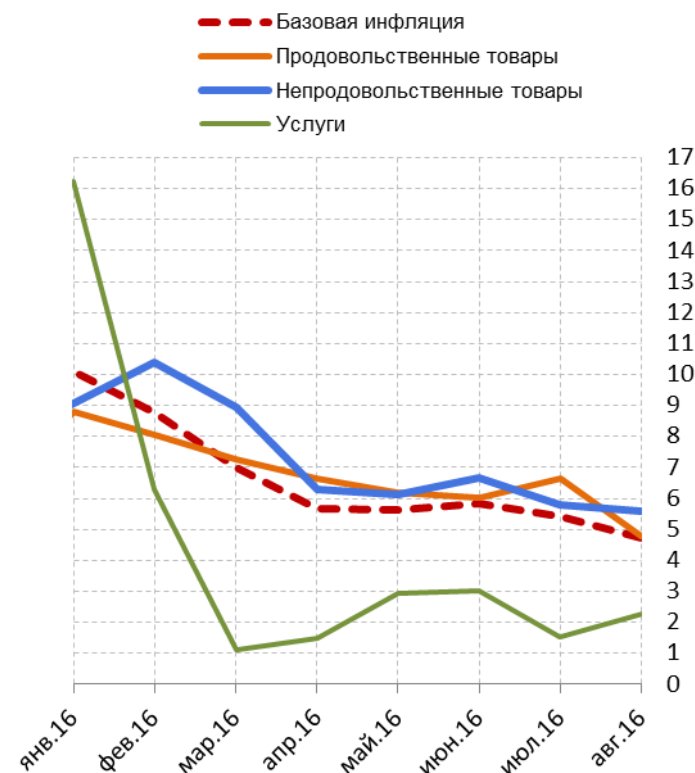
траекторию устойчивого замедления роста цен (рис. 2.2). Примечательно, что в августе не было ни одной продовольственной товарной группы, рост цен в которой превышал бы 0,7% в месяц (8,5% годовых), в то время как в июне-июле таких групп было около половины, что указывает на выравнивание ценовой динамики между группами продуктов.

Рост цен на базовые **непродовольственные товары** после 9-10% годовых в январе-марте замедлился до 6% в апреле-июле, а в августе составил 5,6%. В этом сегменте товаров традиционно наблюдается более стабильная ценовая динамика, чем в продовольствии: с апреля по август снижение темпа роста цен составило 0,7 п.п. годовых³. С одной стороны, темп роста цен с начала года упал почти вдвое и продолжает снижаться. С другой стороны, текущий рост цен на непродовольственные товары сильно превышает средний темп за докризисные 2012-2013 гг. (4,2% годовых), что, особенно с учётом гораздо более крепкого рубля относительно уровней начала года и слабого потребительского спроса, говорит о препятствиях на пути дальнейшего снижения инфляции. Возможно, сказалось ускорение роста номинальных зарплат в первом полугодии, что обусловило необходимость компенсации роста издержек за счёт цен. А с учётом того, что в июле-августе ускорился рост цен на непродовольственные товары текущего потребления (на фоне снижения цен на товары длительного пользования), с большой вероятностью рост цен в эти месяцы был обусловлен ослабившимся рублём, а это фактор временный.

Сезонно сглаженные цены на **услуги** в части базовой инфляции начиная с марта растут в среднем 0,2% в месяц (чуть более 2% годовых). Такие низкие темпы роста обусловлены, с одной стороны, тем, что во время периодов ослабления рубля по большинству видов услуг не происходило сильного ценового всплеска, то есть необходимость адаптации к новым уровням курса рубля практически не потребовалась. С другой стороны, на фоне укрепившегося за полгода рубля до сих

³ Ускорение роста цен в июне было почти полностью обеспечено ростом цен на автомобили, т.е. было разовым явлением.

Рис. 2.2. Динамика текущей базовой инфляции (сезонность устранена, в годовом выражении)



Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

пор дешевеют услуги зарубежного туризма. Поэтому текущая инфляция в услугах может даже ускориться, хотя и останется на низких уровнях.

Таким образом, текущая динамика потребительских цен хотя и указывает на замедление инфляции, но не даёт ответа на вопрос, до какого уровня инфляция опустится. Медленное снижение темпа роста цен на непродовольственные товары на фоне весьма благоприятных антиинфляционных факторов вызывает у нас опасения относительно перспектив дальнейшего существенного снижения инфляции: фактор укрепившегося за полгода курса рубля через какое-то время перестанет оказывать влияние на цены, и они перейдут во власть спроса, динамика которого, согласно нашим прогнозам, в 2017 году будет медленно улучшаться. Таким образом по итогам 2016 г., по нашим оценкам, инфляция составит 5,5% с перспективой снижения до 4,5% в 2017 г. (таргет ЦБ 4,0%), однако сохраняется риск нереализации этого сценария даже при стабильных ценах на нефть. Так или иначе, уже случившегося замедления роста потребительских цен достаточно для продолжения снижения ключевой ставки ЦБ – мы ожидаем, что к концу 2016 г. ставка будет опущена с текущего уровня в 10,5% до 9,5%.

Николай Кондрашов

Реальный сектор

3. Об инвестиционной активности как факторе возобновления экономического роста

Во втором квартале 2016 г. инвестиции в основной капитал продолжили снижаться. Хотя относительно прошлого года в первом полугодии рост инвестиций наблюдался в 16 из 30 основных секторов экономики – относительно предкризисного первого полугодия 2014 г. рост был лишь в 10