

Инфляция и деньги

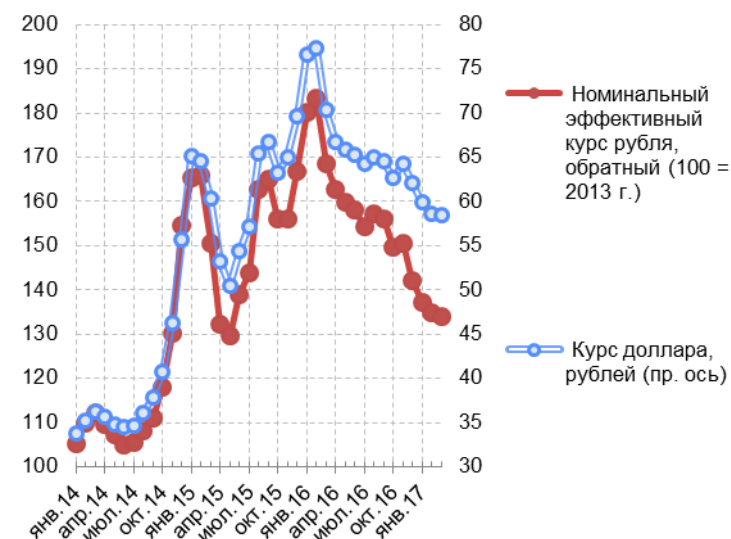
3. Рост цен в феврале оказался ниже таргета ЦБ

Укрепление рубля привело к замедлению роста потребительских цен с 0,6% в январе до рекордно низких 0,2% в феврале. Хотя рост цен вскоре должен снова ускориться, достижение инфляцией таргета Банка России (4%) теперь реально как никогда. Однако с учётом прогнозируемого завершения спада потребительской активности и слишком медленного снижения инфляционных ожиданий населения, мы полагаем, что Банк России к концу года опустит ключевую ставку с 10,0% лишь до 8,5%.

Рост потребительских цен в феврале составил 0,2% против 0,6% в январе и 0,4% в октябре-декабре 2016 г., что было обусловлено укреплением рубля на 10% в декабре и январе (рис. 3.1), а также влиянием сезонных факторов. Темп 12-месячной инфляции опустился до почти рекордно низких 4,6% с 5,0% в январе, окончив продолжительный период исчерпания эффекта базы: ранее инфляция устойчиво снижалась с 7,4% во II квартале 2016 г. до 5,4% в декабре (табл. 3.1). Ниже февральского темпа инфляция в современной истории России опускалась лишь в I полугодии 2012 г. – до 3,6% – исключительно как результат нормализации продовольственной ситуации после сильнейшей засухи 2010 г.

Сезонно сглаженная базовая инфляция, составлявшая 4,6% годовых в январе и не опускавшаяся ниже 4,0% годовых на протяжении 2016 г., в феврале упала до 2,6% годовых, что даже ниже таргета Банка России, равного 4% (правда, для накопленной, а не текущей инфляции). Если в предшествующие месяцы текущая базовая инфляция была близка к уровням 2012 и 2013 гг. (около 5% годовых), то темпы 2–3% ранее наблюдались лишь во II полугодии 2009 г. – начале 2010 г. вследствие укрепления рубля и слабой потребительской активности (в 2009 г.), рис. 3.2.

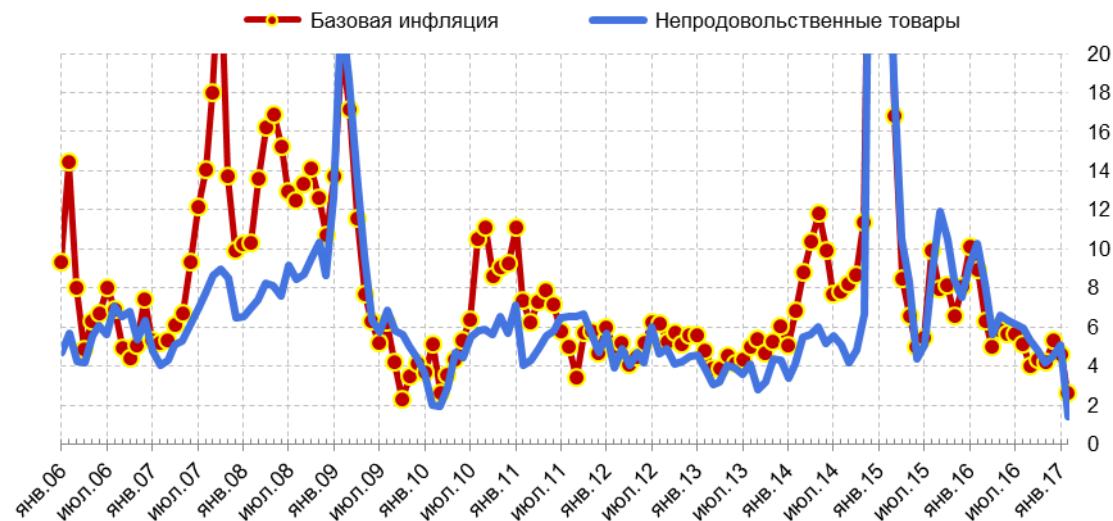
Рис. 3.1. Среднемесячная динамика курса рубля



Примечание. Последняя точка – март 2017 г. (оценка).

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

Рис. 3.2. Динамика текущей базовой инфляции, в т.ч. в части непродовольственных товаров, с 2006 г. (сезонность устранена, прирост цен за месяц, в годовом выражении), в %

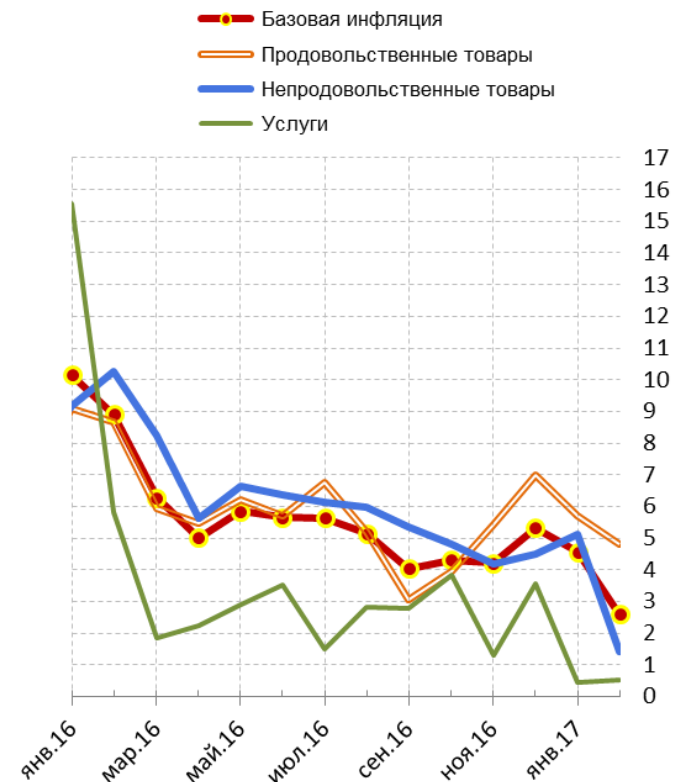


Источник: CEIC Data (Росстат), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Текущий рост сезонно сглаженных цен на продовольствие (в составе базовой инфляции) замедлился с 5,7% в январе до 4,8% годовых в августе, причём за счёт большинства позиций. Последним обстоятельством это отличается от ситуации в сегменте непродовольственных товаров, где сезонно сглаженный рост цен в годовом выражении упал гораздо сильнее, – с 4,5% в декабре и 5,1% в январе до 1,4% годовых в феврале (рис. 3.3), но преимущественно за счёт автомобилей, которые после сильного подорожания в январе немного подешевели в феврале (после устранения сезонности)². Если бы не абнормальная динамика цен на

² Цены на автомобили за январь выросли на 1,0% (без сезонной корректировки и пересчёта в темп годовой), несмотря на укрепление рубля в предшествующие месяцы, что привело к падению продаж на 4%. В феврале на фоне нулевого роста цен спрос на автомобили восстановился.

Рис. 3.3. Динамика текущей базовой инфляции (сезонность устранена, прирост цен за месяц, в годовом выражении), в %



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

автомобили, базовая инфляция в непродовольственных товарах в феврале составила бы не 1,4%, а 3,4% годовых, а общая базовая инфляция – не 2,6%, а 3,4% годовых. В базовых услугах рост цен в январе-феврале на фоне сильного укрепления рубля составлял по 0,5% годовых, против 2,6% в среднем во втором полугодии, когда укрепление рубля носило более плавный характер.

Таблица 3.1. Динамика ключевых индикаторов инфляции, в %

	2016											2017	
	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	январь	фев
<i>В приростах за месяц</i>													
Инфляция	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,2
продовольственные товары, с.у.	0,4	0,1	0,4	0,4	0,6	0,7	0,5	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0
непродовольственные товары, с.у.	0,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2
базовые платные услуги, с.у.	0,5	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	0,0
Базовая инфляция (Росстат)	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,2
Базовая инфляция (ЦР)	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2
Базовая инфляция (Росстат), с.у.	0,7	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2
Базовая инфляция (ЦР), с.у.	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,2
<i>В приростах за год</i>													
Инфляция	8,1	7,3	7,3	7,3	7,5	7,2	6,9	6,4	6,1	5,8	5,4	5,0	4,6
Базовая инфляция (Росстат)	8,9	8,0	7,6	7,5	7,5	7,4	7,0	6,7	6,4	6,2	6,0	5,5	5,0
Базовая инфляция (ЦР)	8,5	7,6	7,4	7,3	7,4	7,4	6,9	6,6	6,3	6,1	5,9	5,4	4,9

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 (Росстат), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

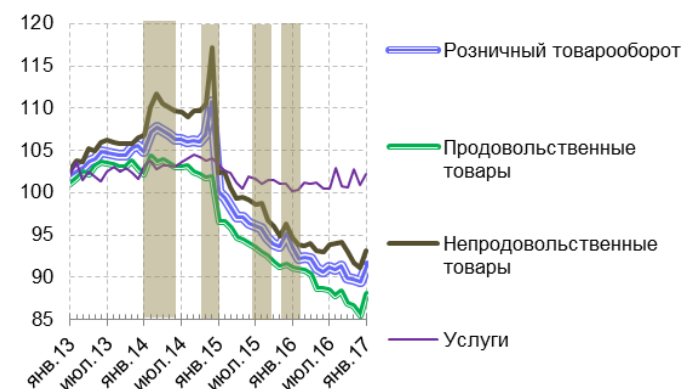
Таким образом, резкое снижение текущей базовой инфляции в феврале до 2,6% годовых стало возможным вследствие укрепления рубля с ноября на 10% и аномальной динамики цен на автомобильном рынке. При этом из числа

небазовых товаров влияние курса рубля на инфляцию особенно заметно по плодоовощной продукции, снижение цен на которую на 2,6% в феврале отняло от темпа роста ИПЦ 0,1 п.п., объясняя $\frac{1}{4}$ снижения с 0,6% в январе до 0,2% в феврале. В связи с этим, **февральское снижение темпа текущей инфляции до 0,2% в месяц (2,7% годовых), скорее всего, носит временный характер**, и по мере исчерпания эффекта укрепления рубля – возможно, уже в марте – текущая инфляция повысится до 4% годовых, а накопленная 12-месячная инфляция будет составлять до конца года 4-4,5%. Другим фактором риска является потребительский спрос, который снижается с начала 2015 г. (рис. 3.4) и оказывает дезинфлирующий эффект, однако на фоне перехода экономики к росту (мы ожидаем рост ВВП на 1,5% при цене нефти 50 долл./барр. в 2017 г.) потребление населения перестанет снижаться и, может, начнёт скромно расти, что при прочих равных приведет к более высокой инфляции.

Участники консенсус-прогноза Института «Центр развития» НИУ ВШЭ ожидают, что при ценах на нефть Urals 52–55 долл./барр. годовая инфляция будет превышать таргет Банка России (4,0%) и составит 4,7% в 2017 г. и 4,4% в 2018 г. Мы же допускаем, что **инфляция по итогам текущего года может достичь 4,0%, хотя вероятны и более высокие уровни, но не более 4,5%**. Февральская статистика, конечно же, увеличила шансы достижения таргета ЦБ, а также шансы «перевыполнения плана» в виде более низкой, чем таргет, инфляции. При этом успехи в снижении инфляции пока недостаточны для того, чтобы говорить о сильном снижении Банком России ключевой ставки. Как и другие участники консенсус-прогноза ЦР ВШЭ, мы ожидаем что **регулятор понизит к концу года ставку с 10,0% примерно до 8,5%**.

Помимо вероятной стабилизации уровня потребления, одним из основных препятствий для более быстрого снижения ключевой ставки является медленное снижение инфляционных ожиданий населения (рис. 3.5) и несоответствие их «ощущения» роста цен официальной инфляции. Если с апреля 2014 г. по январь 2015 г. население «видело» фактическую инфляцию за последние 12 месяцев в

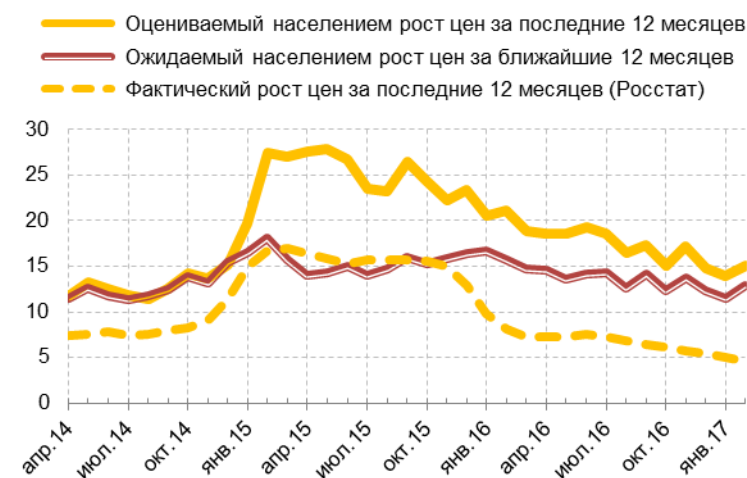
Рис. 3.4. Динамика розничного товарооборота и платных услуг населению (100 = 2012 г., сезонность устранена)



Примечание. Коричневые области – периоды ажиотажа.

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

Рис. 3.5. Инфляционные ожидания населения согласно опросам инфОМ, в %



Источник: Банк России (инФОМ), CEIC Data (Росстат).

среднем на 5 п.п. большей, чем Росстат, то с тех пор уже два года разрыв оценок устойчиво составляет около 10% и не снижается. При этом уровень ожидаемой населением в будущем инфляции, несмотря на снижение с 2015 г. и фактической, и оцениваемой населением прошлой инфляции, снижается очень медленно: с 15,5% в среднем в 2015 г. до 12,2% в январе-феврале 2017 г. Сближение «видения» населением инфляции с реальностью, вероятно, ускорится по мере стабилизации инфляции вблизи 4% (особенно если СМИ будет уделять этому факту достаточно внимания) и отдалении кризисных 2015 и 2016 гг. Однако в 2017 г., вероятно, сохранится плавное снижение инфляционных ожиданий, что будет обуславливать и плавность снижения Банком России ключевой ставки.

Николай Кондрашов

Реальный сектор

4. Приоритеты в бизнесе: дебиторская задолженность или новые продажи

Во втором полугодии 2016 года бизнес-приоритеты российских предпринимателей поменялись: многие всерьез озаботились стагнацией в новых продажах, отодвинув вопросы, связанные с возможной реализацией кредитных рисков, на второй план. Такие выводы можно сделать на основании очередного расчета Индекса Платежной Дисциплины (ИПД), разработанного в факторинговой компании НФК³.

НФК рассчитывает ИПД на регулярной основе с 2015 года, однако наличие накопленной статистики по платежам компаний из различных отраслей и регионов позволило проанализировать платежную дисциплину предыдущих периодов. Если посмотреть на динамику Индекса с 2005 года (рис. 4.1) и соотнести

³ http://www.factoring.ru/research_and_analysis/