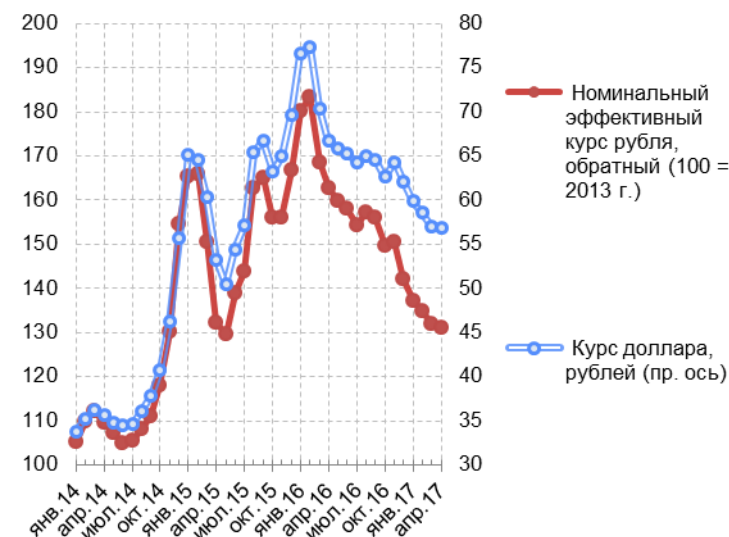


Инфляция и деньги**4. Инфляция обновляет исторические минимумы.
Что делать?**

Под воздействием сильно подорожавшего за полгода рубля рост цен в марте практически остановился, а темп годовой инфляции опустился до 4,3%, вплотную приблизившись к таргету ЦБ. В ближайшие месяцы цены должны адаптироваться к крепкому рублю и возобновить рост. Слишком быстрое снижение ключевой ставки может помешать достижению инфляции 4,0% к концу года.

Рекордно низкая текущая инфляция

Рост потребительских цен в марте составил 0,1% против 0,2% в феврале и 0,6% в январе (табл. 4.1). Столь низкие показатели текущей инфляции, и даже более низкие, в России наблюдались и ранее, но лишь в связи с сезонным удешевлением продовольствия (в июле-сентябре), особенно если урожайному году предшествовал неурожайный, как это было, к примеру, в 2009 и 2011 гг. Наблюдавшееся же в марте едва ли не обнуление текущей инфляции произошло при отсутствии влияния сезонного фактора: оно было обусловлено сильно укрепившимся рублем в условиях слабого потребительского спроса (рис. 4.1 и 4.2). Рубль по номинальному эффективному курсу подорожал за декабрь-март на 12% (с лета прошлого года – на 16%), соответствующий краткосрочный дезинфлирующий эффект должен составить не менее 0,5 п.п., значительная часть которого уже реализовалась.

Рис. 4.1. Среднемесячная динамика курса рубля

Примечание. Данные за март и апрель – наши оценки.
Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Таблица 4.1. Динамика ключевых индикаторов инфляции, в %

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

Примечание. С.у. – сезонность устранена.

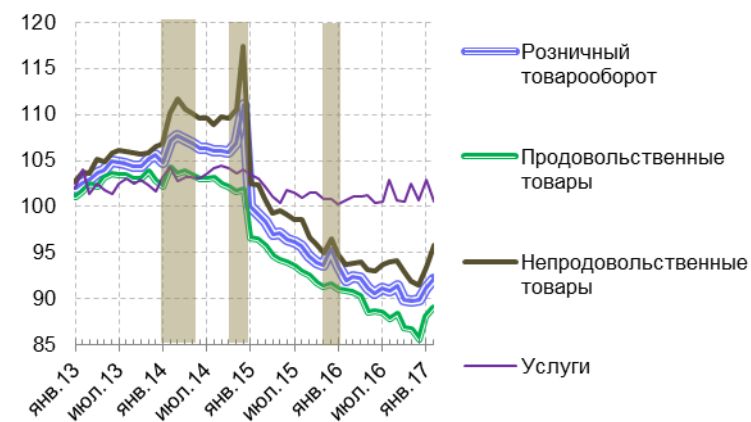
В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг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

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

О том, что замедление инфляции связано с макроэкономическими процессами, а не с сезонным или административным факторами, говорит сильное снижение сезонно сглаженной текущей базовой инфляции: с 5,3% годовых¹ в декабре до 2,6% в феврале и 1,3% в марте (рис. 4.3), в результате чего был побит исторический минимум октября 2009 г., составлявший 2,3% годовых (рис. 4.4). Ещё более примечательным прецедентом стало снижение цен темпом 1,0% годовых в сегменте непродовольственных товаров, ценовая динамика которых является

¹ Прирост цен за месяц в годовом выражении.

Рис. 4.2. 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.

важнейшим индикатором инфляционных тенденций – ввиду низкой волатильности и отсутствия эффекта урожая.

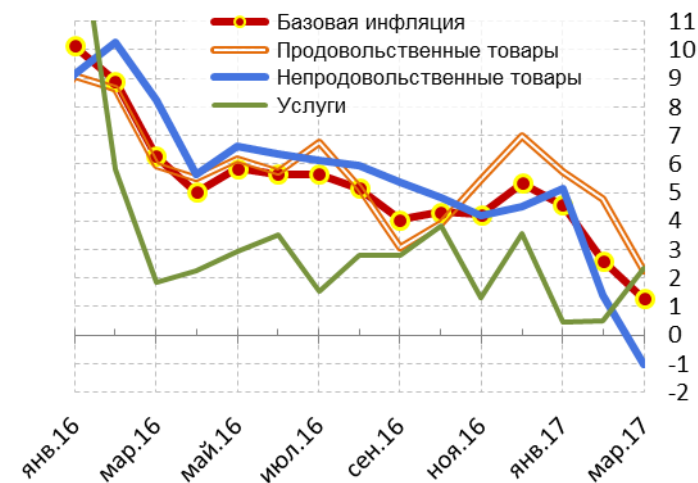
Рис. 4.4. Динамика текущей базовой инфляции, в т.ч. в части непродовольственных товаров, с 2006 г. (сезонность устранена, прирост цен за месяц, в годовом выражении), в %



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

Остановка роста цен в феврале-марте отразилась в снижении темпа накопленной за 12 месяцев инфляции с 5,0% в январе до 4,6% в феврале и 4,3% в марте (табл. 4.1). Если не брать в расчёт I полугодие 2012 г., когда инфляция временно достигала 3,6% за счёт коррекции продовольственных цен после сильной засухи, то инфляция в марте 2017 г. – новый исторический минимум.

Рис. 4.3. Динамика текущей базовой инфляции (сезонность устранена, прирост цен за месяц, в годовом выражении), в %



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

Как будет реагировать Банк России?

Опустившись до 4,3%, темп годовой инфляции вплотную приблизился к таргету Банка России на этот год – 4,0%. Чтобы таргет был достигнут, средний рост цен в апреле-декабре должен составить 0,33% в месяц. Задача может показаться простой, если учесть, что в среднем в феврале и марте цены росли вдвое медленнее. Но поскольку экстремально медленный рост цен в последние два месяца был связан с кратковременным влиянием укрепившегося рубля, и в апреле-мае рост цен вновь должен разогнаться, вопрос о том, выполнит ли ЦБ стоящую перед ним задачу, по-прежнему актуален. Хотя вероятность выполнения и даже «перевыполнения» плана возросла, вероятность превышения инфляции по итогам года уровня в 4,0% высока.

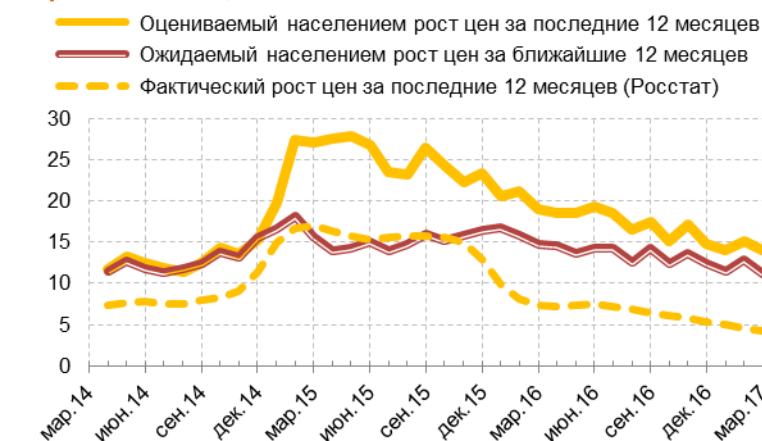
Снижать ставку надо, но с какой скоростью? Банк России находится в непростом положении.

Во-первых, нынешняя высокая ключевая ставка на фоне низкой инфляции привела к переукреплению рубля за счёт меньшего оттока капитала. Снижение ставки будет приводить к росту оттока капитала и ослаблению рубля, с соответствующим влиянием на ценовую динамику.

Во-вторых, высокая ключевая ставка в борьбе за достижение ценовой стабильности продолжает оказывать несколько сдерживающее воздействие на экономическую активность, что по-прежнему является источником давления на регулятор.

В-третьих, несмотря на снижение фактической инфляции, инфляционные ожидания населения всё ещё высоки и снижаются медленно. Ожидаемый населением рост цен за ближайшие 12 месяцев в феврале-марте составлял в среднем 12,0%, что ниже максимальных за кризис 18%, но до таргета ЦБ такими темпами ещё далеко (рис. 4.5). При этом превышение наблюдаемого населением роста цен за прошедшие 12 месяцев над фактическим ростом цен по-прежнему вдвое выше докризисной нормы (10 п.п. против 5 п.п. в середине 2014 г.).

Рис. 4.5. Инфляционные ожидания населения согласно опросам инфОМ, в %



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

В-четвёртых, инфляционные ожидания бизнеса как рыночного агента, непосредственно устанавливающего цены, могут оказаться неустойчивы ввиду недостаточной убежденности в способности ЦБ удерживать инфляцию вблизи таргета: ЦБ важно заякорить инфляционные ожидания не только населения, но и предприятий.

В-пятых, и самое главное, сохраняется риск разгона инфляции к концу года. Если, воодушевившись успехами в деле снижения инфляции, ЦБ будет слишком быстро опускать ключевую ставку, то может возникнуть ситуация с ускорением инфляции, при невозможности со стороны ЦБ оперативно повлиять на это: эффект от изменения монетарной политики в основном реализуется с лагом.

В течение 2017 г. может возникнуть целый ряд препятствий для достижения таргета ЦБ. Первое, будет подталкивать цены к росту ожидаемое повышение расходов населения на фоне роста ВВП (около 1,5% в 2017 г.), и как сильно это может повысить инфляцию, неясно. Второе, в течение года может сильно ослабнуть рубль – под влиянием ослабления политики Банка России и, возможно, ужесточения политики ФРС США. Третье, могут опуститься цены на нефть, что также скажется на курсе и инфляции. Четвёртое, может сложиться неблагоприятная ситуация на продовольственном рынке.

Если то или иное сочетание этих факторов начнёт реализовываться, высокая ставка ЦБ окажется очень кстати. А вот если ставка к тому моменту будет понижена сильно, скажем, до 7-8% к осени, то Банку России придётся повышать ставку «обратно», что будет тактическим проигрышем: общество гарантированно расценит такое решение как «издевательство» над экономикой. А «упустить» долгожданное достижение таргета в самый последний момент недопустимо.

Таким образом, более надёжным выглядит осторожное снижение ставки – скажем, до 8,5% к концу года. Правда, в этом случае возрастает вероятность того, что инфляция по итогам года составит 3,0-3,5%, особенно если этому будут способствовать хороший урожай и рост цен на нефть. Однако мы не считаем, что «перевыполнение плана» повредит. ЦБ только ещё больше убедит экономических

агентов в способности влиять на инфляцию (особенно при активном освещении в СМИ), что ускорит адаптацию инфляционных ожиданий населения и бизнеса к желаемым со стороны ЦБ уровням.

При этом какие-либо страхи возможной дефляции в России лишены основания. Дефляция опасна тогда, когда она возникает на фоне мягкой и ультрамягкой монетарной политики, как в США и Евросоюзе, где ставки центральных банков близки к нулю. В России же ключевая ставка ЦБ высокая, поэтому в случае угрозы дефляции у ЦБ будет огромный простор для ослабления политики.

Николай Кондрашов

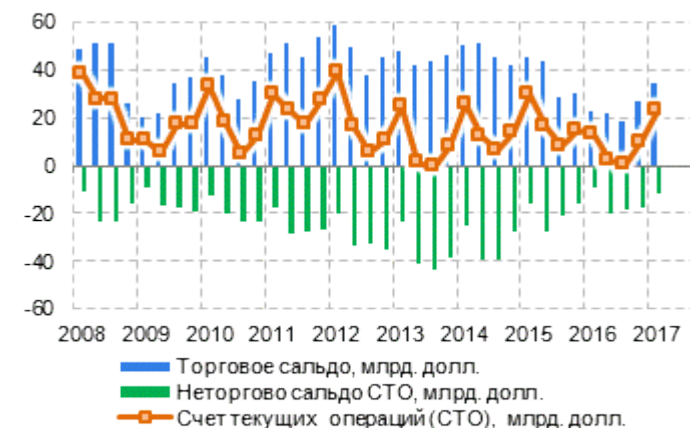
Платёжный баланс

5. Рост экспорта способствовал укреплению рубля

Согласно оценке Банка России, профицит счёта текущих операций (СТО) в первом квартале текущего года достиг 22,8 млрд долл. (рис. 5.1), максимального уровня за последние два года, главным образом, за счёт роста экспорта. Одновременно с этим вырос до 15,4 млрд долл. чистый отток капитала частного сектора, несмотря на положительный эффект от приватизации Роснефти.

Высокий профицит СТО в первом квартале текущего года стал возможным благодаря **росту стоимости российского экспорта** до 82 млрд долл. Если в январе и феврале стоимость экспорта «замерла» на уровне чуть более 25 млрд долл., то в марте, по нашим расчётам, экспорт подскочил до 31 млрд долл. (рис. 5.2). При снижении (к предыдущему месяцу) мировых цен на нефть и газ, а также цен на нетопливные товары, рост экспорта, по всей видимости, произошёл за счёт сезонного и календарного факторов в динамике физических объёмов. Тенденции роста стоимости импорта и дефицита по прочим операциям СТО (о которых мы писали в нашем КГБ №126) не смогли перевесить прирост экспорта в марте. Как

Рис. 5.1. Счёт текущих операций, млрд долл.



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