



## ИПЦ, ИЦП, ИНВЕСТИЦИИ В КЛЮЧЕВЫХ ОТРАСЛЯХ ЭКОНОМИКИ И РЕАЛЬНАЯ ДЕНЕЖНАЯ МАССА. ИТОГИ 2017 ГОДА И ПЕРСПЕКТИВЫ

2017 г. был годом рекордного снижения индекса потребительских цен (ИПЦ) по итогам которого его рост составил всего 2,5% (по отношению к декабрю 2016 г.). Следует отметить, что фактически отмечавшийся уровень инфляции оказался существенно ниже заявлявшегося ЦБ РФ таргета по инфляции в 4,0%.

Столь быстрое снижение инфляционного фона породило ряд проблем макроэкономического характера:

- Избыточное снижение спроса в связи с ограничением доходов бизнеса;
- Рост кредитной нагрузки на предприятия, имевшие задолженность по более высоким ставкам;
- Снижение привлекательности инвестиционных вложений.



### Борис ТИТОВ:

*Инфляция лишь температура экономики, а главная цель – размер производимой добавленной стоимости (ВВП) на каждого человека, развитие экономики и качества жизни в стране.*

*А инфляция в разные периоды развития экономики может быть разной – когда все стабильно, рынок работает без сбоев – низкой, и уже стоит задача не допустить дефляции. На быстром росте – инфляция может быть и выше, и самое главное, чтобы экономический рост сопровождался ростом доходов населения. Снижение инфляции является следствием роста и диверсификации экономики, а не наоборот.*

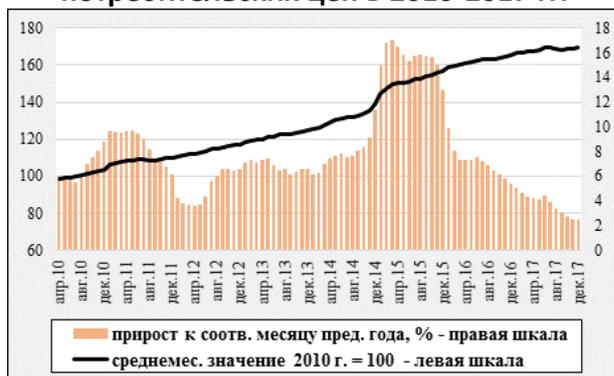
## Как и почему менялись цены на потребительские товары и услуги в 2017 г.

### Год нового рекорда и уникального явления для развивающейся российской экономики – дефляции

Индекс потребительских цен (ИПЦ) в годовом выражении начиная с середины 2016 г. практически непрерывно снижался.

В июле 2017 г. ИПЦ в годовом выражении опустился ниже 4% и с тех пор ни разу не только не превысил, но даже и не приблизился к этой отметке, выбранной Центральным банком в качестве ориентира для снижения инфляции.

Месячная динамика индекса потребительских цен в 2010-2017 гг.



Источник: ИНП РАН

### Инфляция на потребительские товары и услуги снизилась вслед за качеством импортируемой продукции

Кроме умеренно-жесткой денежно-кредитной политики ЦБ, в основе которой лежит режим таргетирования инфляции, на снижение ИПЦ повлиял ряд других факторов.

Замедление роста потребительских цен, начавшееся в 2016 г., происходило на фоне роста цен на нефть и укрепления рубля по отношению к доллару.

Одной из основных причин замедления роста потребительских цен стала ценовая динамика импорта потребительских товаров. Важность этого фактора связана с высокой долей импортной продукции в структуре торговли продовольственными и

Более того, в 2017 г. в течение двух месяцев наблюдалось снижение уровня потребительских цен (дефляции): в августе ИПЦ сократился по отношению к предыдущему месяцу на 0,5%, в сентябре – на 0,1%.

В итоге по результатам 2017 г. ИПЦ составил рекордно низкие 2,5%. Еще год назад этот показатель был равен 5,4%, а в 2015 г. – 12,9%.

Если рассматривать более длинный интервал времени, то в декабре 2017 г. уровень потребительских цен оказался на 35,8% выше, чем в декабре 2013 г., и на 63,6% выше, чем в декабре 2010 г.

Индекс потребительских цен в декабре 2010-2017 гг.



непродовольственными товарами, которая составляла 44% в 2014 году. Для сравнения: в Канаде средняя доля импорта в ритейле в 2003 году составляла 27%. В Германии, Швейцарии, Австрии эта доля составляет примерно 26-29% (и 35-37% с учетом непрямого импорта)<sup>1</sup>.

Так, в январе-октябре 2017 г. рублевый дефлятор импорта данной категории товаров сократился на 7,7% по сравнению с январем-октябрем 2016 г. Для сравнения в 2016 г. этот показатель вырос на 13,8%, а в 2015 г., в результате девальвации рубля, – и вовсе на 36,5%.

<sup>1</sup> Raff, Horst; Schmitt, Nicolas, Imports and the structure of retail markets <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/48641/1/663644984.pdf>

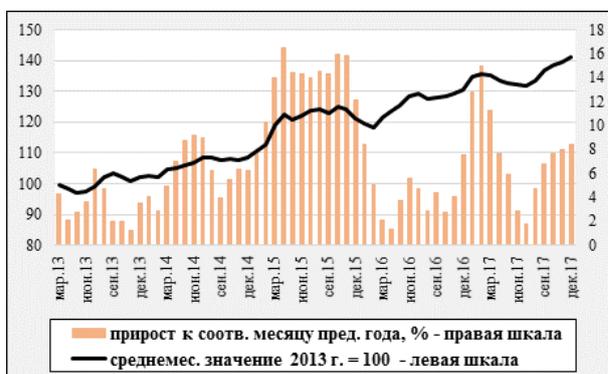
## Профицит на продовольственном рынке, возникший на фоне снижения реальных доходов населения – один из основных факторов снижения инфляции

Среди 12 разделов Классификатора индивидуального потребления по итогам 2017 г. в наименьшей степени выросли потребительские цены на «Организацию отдыха и культурные мероприятия» (+1,8% по сравнению с 2016 г.), «Предметы домашнего обихода, бытовую технику и повседневный уход за домом» (+2,4%), «Продукты питания и безалкогольные напитки» и «Связь» (по +2,7%). В наибольшей степени – на «Образование» (+7,6%), «Алкольные напитки, табачные изделия» (+6,0%) и «Одежду и обувь» (+5,0%).

Наибольший вклад в темп прироста ИПЦ в 2017 г. по сравнению с 2016 г. внесли цены на «Продукты питания и безалкогольные напитки» – 0,82 п.п., или 22% прироста. Всего за период 2013-2017 гг. на эту категорию товаров пришлось 13,6 п.п., или 35% прироста ИПЦ.

Замедление темпов прироста потребительских цен на «Продукты питания и безалкогольные напитки» также стало одним из основных факторов, определяющих динамику ИПЦ. Отметим, что в октябре и ноябре 2017 г. прирост цен на данную категорию товаров в годовом выражении оказался ниже 1% – 0,6% и 0,7% соответственно, а в июле-сентябре 2017 г. цены на продовольствие ежемесячно сокращались.

**Месячная динамика индекса цен производителей (на товары, реализуемые на внутреннем рынке) в 2013-2017 гг.**



Источник: ИНП РАН

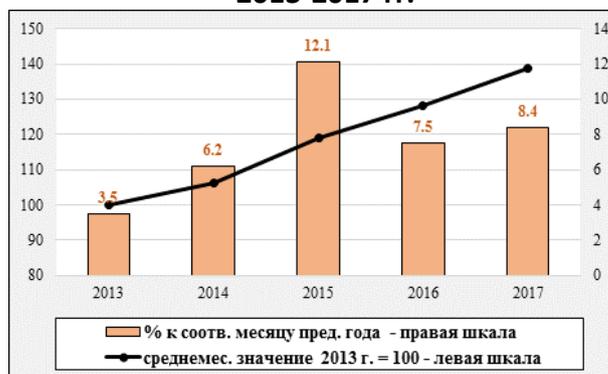
## Инфляционные ножницы для бизнеса: цены на сырье растут быстрее цен на конечные товары и услуги

Динамика индекса цен производителей на товары, реализуемые на внутреннем рынке, существенно отличается от изменений потребительских цен. Индекс цен производителей возрастал стабильно в годовом выражении, начиная с августа 2017 г. и в декабре 2017 г. составил 8,4% по сравнению с декабрем 2016 г.

Из 8,4% прироста индекса цен производителей (ИЦП) на товары, реализуемые на внутреннем рынке, 4,81 п.п. пришлось на рост цен в «Добыче полезных ископаемых» и 2,28 п.п. – в «Производстве кокса и нефтепродуктов». В сумме эти два вида экономической деятельности определили 7,09 п.п. прироста индекса цен производителей за рассматриваемый период. То есть вклад остальных видов деятельности в индекс цен производителей не превысил 1,31 п.п.

Таким образом, решающими факторами, повлиявшими на разрыв в динамике ИЦП и ИПЦ, стали рост цен на нефть, который привел к повышению цен производителей в отраслях ТЭК, а также замедление динамики цен на импортируемую продукцию на фоне укрепления курса рубля.

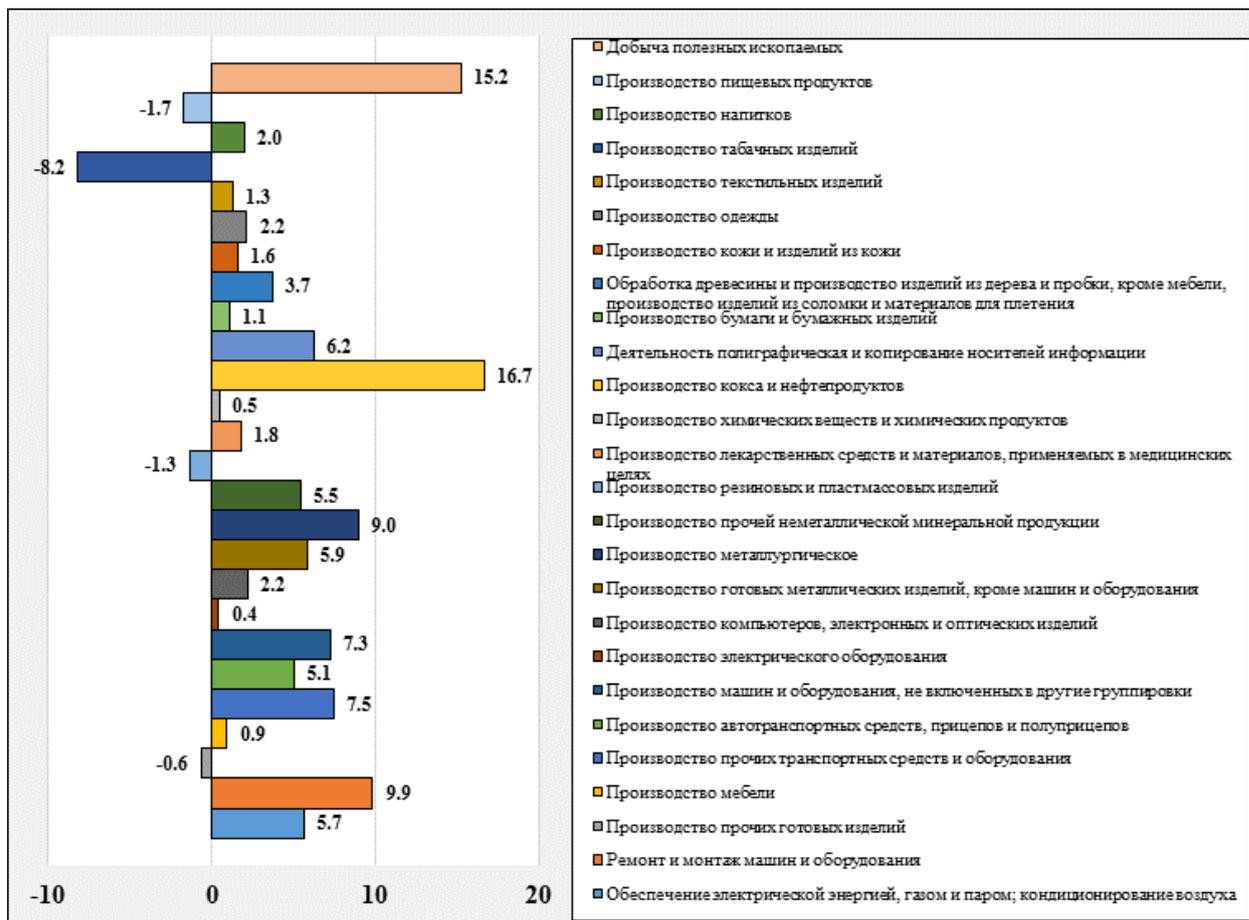
**Индекс цен производителей (на товары, реализуемые на внутреннем рынке) в декабре 2013-2017 гг.**



В наибольшей степени в 2017 г. по сравнению с предыдущим годом выросли на реализуемую на внутреннем рынке продукцию «Производства кокса и нефтепродуктов» (на 16,7%), «Добычи полезных ископаемых» (15,2%), «Ремонта и монтажа машин и оборудования» (9,9%), «Металлургического производства» (9,0%).

Отрицательная динамика цен (дефляция) на производимую продукцию отмечалась в пищевом производстве, производстве табачных изделий, резиновых и пластмассовых изделий, производстве прочих готовых изделий.

### Темпы прироста цен производителей (на товары, реализуемых на внутреннем рынке) в январе-декабре 2017 г. по сравнению с январем-декабром 2016 г., %



Источник: ИНП РАН

### Инфляция снижается, а экономика продолжает находиться в «инвестиционной яме»

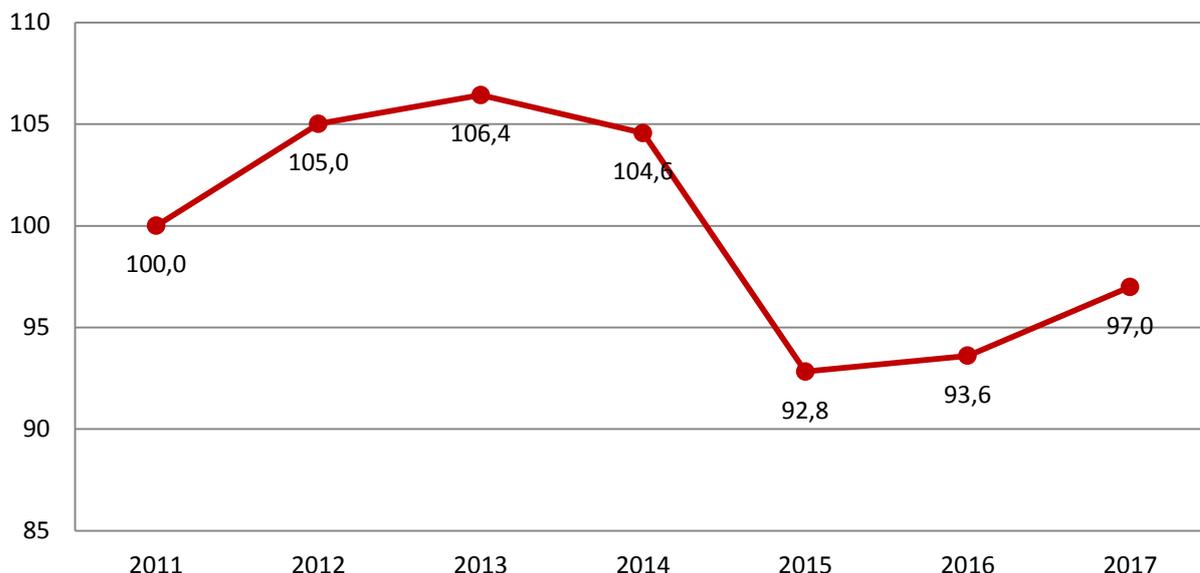
Исходя из подхода, преследуемого финансово-экономическим блоком, снижение уровня цен должно было позитивно влиять на динамику инвестиций в основной капитал. Действительно, по итогам 2017 г. валовое накопление

основного капитала (в постоянных ценах) выросло на 3,6%. Однако этот рост связан, во-первых, с эффектом низкой базы, во-вторых, носил восстановительный характер, а, в-третьих, определялся государственными вложениями в реализацию крупных инвестиционных проектов (в частности, строительством моста через Керченский пролив и газопровода «Сила Сибири»).

Инвестиции в основной капитал (в текущих ценах) в январе-сентябре 2017 года, по данным Росстата, выросли на 4,2%, что нельзя охарактеризовать как начало нового инвестиционного цикла. **Этот рост не может компенсировать инвестиционный провал,**

**который случился в 2012-2016 гг. – сокращение инвестиций в основной капитал в эти годы составило 12,4%.** Кроме того, факторы, обеспечивающие рост инвестиций, уже сходят на нет.

**Валовое накопление основного капитала в постоянных ценах, 2011 г.=100**



Источник: Росстат

Инвестиционный процесс в большинстве обрабатывающих производств продолжал носить характер простого воспроизводства капитала, а рост производственного потенциала и вводы новых мощностей обеспечивались инвестициями прошлых лет.

С точки зрения ведения бизнеса нужно отметить, что устойчивое снижение инфляции уже трансформировалось в изменение оценок уровня цен со стороны компаний, как минимум, через соответствующие инструменты планирования (бизнес-планы, корпоративные модели). Однако в условиях ограничения внутреннего спроса это практически не повлияло на уровень инвестиционной активности.

При этом в структуре инвестиций отмечается рост доли средств, направляемых на текущую деятельность: ремонты, модернизация. Это свидетельствует об откладывании планов развития, поскольку

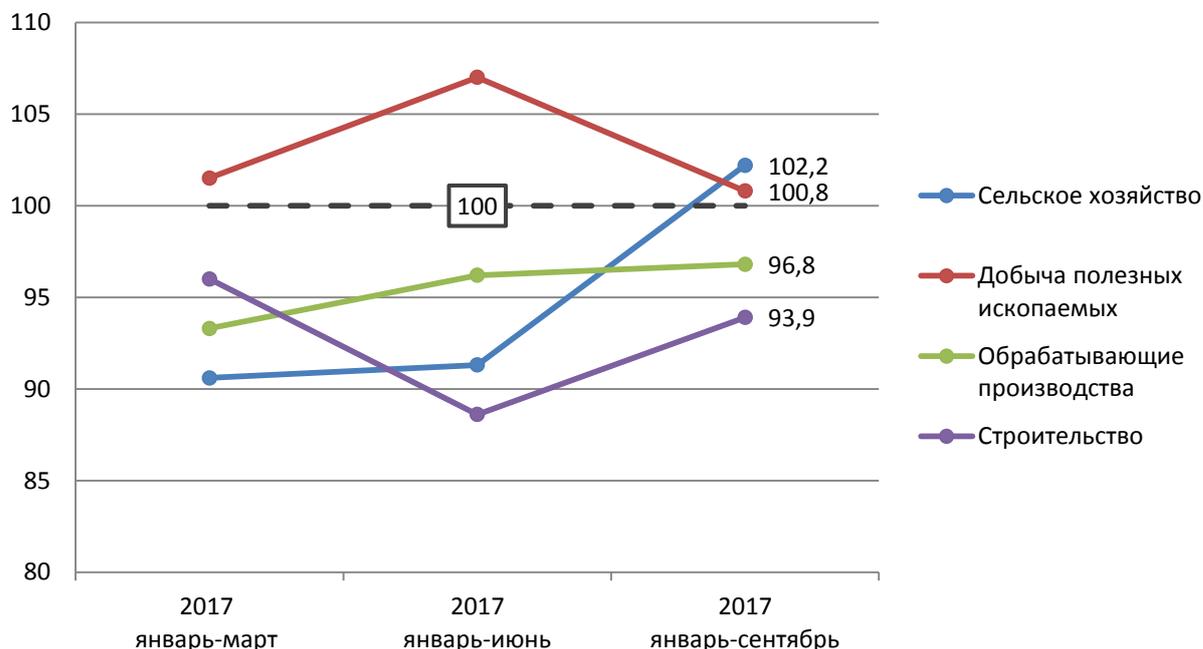
все большая доля инвестиций направляется на поддержание текущей работы.

По ключевым отраслям, как и по экономике в целом, не наблюдается бума инвестиций, который бы свидетельствовал о начале нового инвестиционного цикла. Пока что рост носит в основном восстановительный характер, и то не во всех отраслях. Динамика инвестиций в основной капитал (в сопоставимых ценах) по отраслям в 2017 г. демонстрирует разнонаправленную динамику. В добыче полезных ископаемых за I квартал, I полугодие и период с января по сентябрь 2017 г. зафиксирован рост инвестиций по сравнению с аналогичными периодами 2016 г. В сельском хозяйстве рост инвестиций зафиксирован только по результатам января-сентября, но и он составил менее 1%. **В обрабатывающей промышленности и строительстве ситуация хуже. Ни за один из рассматриваемых периодов не наблюдается положительная динамика физического объема инвестиций. По результатам за январь-сентябрь 2017 г.**

инвестиции в основной капитал в сопоставимых ценах упали на более чем

3% в обработке и более чем 6% в строительстве.

**Индекс физического объема инвестиций в основной капитал по ключевым отраслям экономики в 2017 г.**



Источник: ЕМИСС

Одна из ключевых проблем форсированного снижения темпа роста цен состояла в том, что за ним не успевало снижение ставок по кредитам. В результате возникла ситуация сохранения достаточно высокого уровня реальных кредитных ставок, которые сохранялись на уровне отсечения для большинства видов экономической деятельности.

В целом, «уровень отсечения» текущего уровня ставок с точки зрения рентабельности продаж преодолевают преимущественно сырьевые сектора российской экономики.

Несмотря на то, что в течение 2017 г. ключевая ставка ЦБ РФ была снижена на 2,25 процентных пункта с 10% до 7,75%, реальные ставки (за вычетом инфляции) по кредитам снижались существенно медленнее. В частности, средняя реальная ставка по кредитам среднему и малому бизнесу сроком до 1 года снизилась всего на 1,1 п.п. до уровня в 8,6%, который отсекал от заемного финансирования большую часть предприятий, не имеющих доступа к

специализированным каналам заимствования.

В итоге, важнейший канал финансирования инвестиций за счет заемных средств по-прежнему не функционировал в полной мере. По данным Росстата в 2017 г. в среднем по России только лишь 12,3% инвестиций в основной капитал было профинансировано за счет банковских кредитов. При этом в 33 регионах доля банковских кредитов в объеме инвестиций в основной капитал составила менее 5%, а в 8 регионах – и вовсе менее 1%.

Кроме того, производители, которые инвестировали и брали кредиты в условиях более высоких ставок, столкнулись с невозможностью реализовывать свою продукцию по более высоким ценам. В целом это приводит к перераспределению ресурсов в пользу финансового сектора.

## Динамика депозитов и реальной денежной массы

### Депозиты

На фоне быстрого снижения уровня инфляции в 2017 г. произошел рост реальных процентных ставок по депозитам. Это привело к тому, что в течение года отмечался прирост организованных вкладов физических лиц. В некоторой степени этот процесс тормозился тем, что снижение номинальных ставок по депозитам происходило достаточно активно и

психологически работало на снижение привлекательности банковских вкладов. Тем не менее, отвлечение средств граждан в депозиты оказывало сдерживающее влияние на потребительский спрос. Вместе с тем следует учитывать, что накопление сбережений осуществляется верхними доходными группами населения с высокой долей импорта в потреблении.

### Реальная денежная масса

Денежная масса в декабре 2017 г. (к декабрю 2016 г.) выросла на 10,5% – это больше чем в 2016 г., когда рост составил 9,2%.

Динамика реальной денежной массы в 2006-2017 гг.



Источник: ЦБ РФ, Росстат, расчеты Института экономики роста

### Динамика реальной денежной массы в 2017 году составила +7,7%<sup>2</sup>, в июне 2017 к июню 2016 года +3,6%.

На основании этой динамики можно оценивать темпы роста ВВП. Анализ динамики накопления сумм наличных денег и остатков на срочных депозитах и депозитах до востребования и ВВП с 1990 года свидетельствуют, что экономический рост наблюдается при темпах роста реальной

денежной массы более 20%<sup>3</sup>. При темпах роста, которые колеблются от 0% до 20%, можно говорить о практически полном отсутствии экономического роста. Темпы роста денежной массы близкие к нулевым говорят о ситуации в экономике России близкой к кризису.

<sup>2</sup> Денежная масса сезонно-скорректированная (данные ЦБ РФ), с поправкой на ИПЦ

<sup>3</sup> Сергей Блинов, Деньги и экономические прогнозы, «Эксперт» №17 (1027) 2017 <http://expert.ru/expert/2017/17/dengi-i-ekonomicheskie-prognozyi/?d>

## Перспективы и рецепты

---

### Перспективы

Если ключевая ставка (7,5 п.п.) превышает индекс потребительских цен на 5 п.п., то стоимость кредитов для малого и среднего бизнеса и населения – более чем на 10 п.п.

**Это приводит к увеличению издержек на обслуживание кредитов, увеличению просрочек и еще больше тормозит потребительский спрос. Слепое копирование инструментов борьбы с инфляцией, подходящих для развитых стран с высоким уровнем жизни и диверсифицированной, конкурентной экономикой, не даст положительных результатов для России.**

В своих документах Центральный банк признает, что российская инфляция носит в значительной степени немонетарный характер<sup>4</sup>. Однако рецепты борьбы с инфляцией в России предлагаются без учета этих особенностей. Вместо проведения активной экономической политики (импортозамещения, диверсификации, демонополизации, ограничения роста тарифов и т.д.) используются преимущественно монетарные методы. Через политику высокой ставки оказывается давление на инвестиционный и потребительский спрос. Такой подход тормозит экономику.

**Проведение текущей денежно-кредитной политики сдерживает развитие экономики и способствует ухудшению социально-экономической динамики. Это отражается в слабой динамике инвестиций, а значит углублении «инвестиционной ямы»: чтобы выйти из нее, необходим рост инвестиций на 8-10% в год.**

Доля инвестиций в основной капитал в ВВП в 2017 году составила 21,1%, что чуть меньше уровня 2013 г. При этом чтобы достичь темпов роста выше среднемировых, норма накопления должна составлять 24-26%, а для обеспечения экономического рывка – не ниже 30%<sup>5</sup>.

### Рецепты

За инфляцию должен быть ответственен не только Центральный Банк, но и Правительство в целом. При этом борьба с инфляцией не должна быть первостепенной задачей. Нет никаких оснований полагать, что низкая инфляция приводит к ускорению экономической динамики и способна гарантировать защиту уровня доходов граждан.

Страны, совершившие значительный рывок в развитии, последовательно реализовывали стратегию финансового стимулирования экономического роста. Их опыт говорит о том, что на начальном этапе активного роста допустимый уровень инфляции может составлять иногда двухзначное значение, и именно экономический рост стал главным фактором ее последующего снижения.

---

<sup>4</sup> <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/25502/nfi.pdf>

<sup>5</sup> Абел Аганбегян, Единая целенаправленная социально-экономическая политика – важное условие возобновления экономического роста, «Деньги и кредит» №7 2016.

#### Выводы:

- 2017 год – год нового рекорда по инфляции (2,5%) и уникального явления для развивающейся российской экономики – дефляции (в августе и сентябре, месяц к месяцу).
- Инфляция на потребительские товары и услуги снизилась вслед за качеством импортируемой продукции.
- Профицит на продовольственном рынке, возникший на фоне снижения реальных доходов населения – один из основных факторов снижения инфляции.
- Текущая политика ЦБ привела к ситуации в экономике, которую можно охарактеризовать как инфляционные ножницы для бизнеса: цены на сырье растут быстрее цен на конечные товары и услуги.
- Исходя из подхода, преследуемого финансово-экономическим блоком, снижение уровня цен должно было позитивно повлиять на динамику инвестиций в основной капитал. Но этого не произошло.
- Инфляция снижается, а экономика продолжает находиться в «инвестиционной яме». Рост инвестиций связан, во-первых, с эффектом низкой базы, во-вторых, носил восстановительный характер, а, в-третьих, определялся государственными вложениями в реализацию крупных инвестиционных проектов.
- Рост реальных ставок (за вычетом инфляции) на депозиты привел к росту организованных вкладов физических лиц. Отвлечение средств граждан в депозиты оказывало сдерживающее влияние на потребительский спрос.
- Динамика реальной денежной массы в 2017 году составила +7,7%. При темпах роста, которые колеблются от 0% до 20%, можно говорить о практически полном отсутствии экономического роста.
- Проведение текущей денежно-кредитной политики сдерживает развитие экономики и способствует ухудшению социально-экономической динамики. Это отражается в слабой динамике инвестиций, а значит углублении «инвестиционной ямы»: чтобы выйти из нее, необходим рост инвестиций на 8-10% в год.
- Для достижения темпов роста выше среднемировых, норма накопления должна составлять 24-26%, а для обеспечения экономического рывка – не ниже 30%. В 2017 г. доля инвестиций в основной капитал в ВВП составила 21,1%.
- За инфляцию должен быть ответственен не только Центральный Банк, но и Правительство в целом. При этом борьба с инфляцией не должна быть первостепенной задачей.
- Страны, совершившие значительный рывок в развитии, последовательно реализовывали стратегию финансового стимулирования экономического роста. Их опыт говорит о том, что на начальном этапе активного роста допустимый уровень инфляции может составлять иногда двухзначное значение, и именно экономический рост стал главным фактором ее последующего снижения.