



## РЕКОРДНО НИЗКАЯ ИНФЛЯЦИЯ: МОЖНО ЛИ СЧИТАТЬ СТАБИЛЬНОСТЬ ЦЕН ЗАЛОГОМ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ?

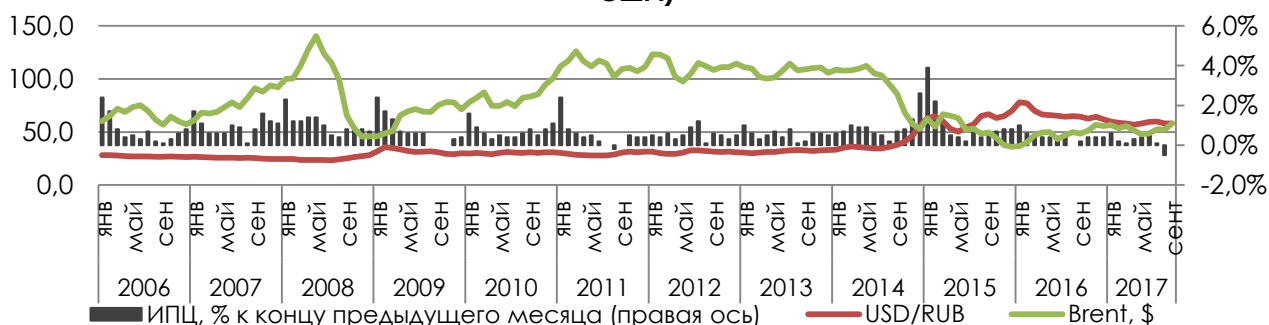
В ноябре 2017 года уровень потребительских цен вырос на 2,1% по отношению к декабрю 2016 г. (накопленная инфляция).

Снижение общего уровня индекса стало результатом сохранения достаточно низких показателей экономической активности, сдерживания внутреннего спроса в рамках текущей денежно-кредитной и бюджетной политики, стабилизации курса рубля, роста цен на нефть.

Инфляция по отдельным категориям товаров и услуг остается значительной (к 2016 г.):

- Транспорт: +3,4%
- Одежда и обувь: +2,6%
- Услуги ЖКХ: +4,4%
- Образование: +9,2%
- Связь: +2,7%

Динамика ИПЦ в России, курса рубля к доллару и цены на нефть (в долл. США)



Источник: Институт экономики роста по данным ЦБ и Росстата

### ОСОБЕННОСТИ ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ

По методике Росстата анализируемый индекс потребительских цен рассчитывается как средневзвешенная динамика цен на товары и услуги. Весами является структура потребления населения, то есть потребительская корзина. Для потребителей с разным уровнем доходов ее структура

различна: у беднейших групп населения доля продуктов питания, стоимости ЖКУ и медикаментов значительно выше, чем для категорий с высоким уровнем доходов. Таким образом, **инфляция для беднейших граждан в 2014-2016 гг. оказалась выше, чем усредненные данные по России.**

**Первой особенностью инфляции в России является преобладание продуктов в потребительской корзине.** Как отмечает ЦБ<sup>1</sup>, в официальной методике расчета потребительской корзины доля продуктов питания составляет 50% (остальное приходится на непродовольственные товары и услуги), что гораздо выше, чем развитых странах. В странах Западной Европы эта доля не превышает 20%.<sup>2</sup> Для расчета индекса потребительских цен используют реальную потребительскую корзину, то есть основанную на фактическом потреблении за определенный период. В 2014 году (базовом для расчета ИПЦ) доля продуктов питания в потребительской корзине составила 36,5%.

**Второй особенностью инфляции в России является высокая доля импортной продукции,** которая составляла 44% в структуре торговли продовольственными и непродовольственными товарами 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>3</sup>. Изменение цен на мировых рынках и колебания курса рубля отражаются на инфляции, что снижает эффективность политики ее таргетирования.

**Третьей важной особенностью инфляции в России является высокая монополизация экономики.**

Низкая конкуренция стимулирует инфляцию издержек, заставляя всех производителей в той или иной степени реагировать на увеличения цен на сырье, материалы, важнейшие виды услуг. При этом обратный процесс, когда цены производителей снижаются вслед за снижением цен на сырье, не работает. Чтобы исключить изменения цен вследствие влияния наиболее волатильных факторов, рассчитывают **индекс базовой инфляции.**

<sup>1</sup><http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=infl/infl.htm&pid=infl>

<sup>2</sup> Проненко Г. А., Вобляя И. Н. Сравнительная характеристика потребительской корзины в России и странах Европы // Научно-методический электронный журнал «Концепт». – 2015. – Т. 13. – С. 2581–2585. <http://e-koncept.ru/2015/85517.htm>

<sup>3</sup> Raff, Horst; Schmitt, Nicolas, Imports and the structure of retail markets <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/48641/1/663644984.pdf>

Банк России с 2015 года рассчитывает показатель **трендовой инфляции**, отражающий долгосрочное изменение цен. Это скользящая средняя на 5 лет, характеризующая динамику инфляционных ожиданий, изменения абсолютных цен (то есть с исключением разнонаправленных колебаний относительных цен), а также динамику денежных агрегатов.

### **КОРРЕЛЯЦИЯ ИНФЛЯЦИИ И СТАВКИ ЦБ**

В сентябре 2017 года трендовая инфляция, по расчетам ЦБ, снизилась до 5,9% после 6,0% в августе и 6,2% в июле и «обновила исторический минимум четвертый месяц подряд»<sup>4</sup>. Всего с пика 2015-2016 гг. этот показатель снизился в 2 раза – с 12%. Также снижаются и инфляционные ожидания. На основе опроса «ИнФОМ» об уровне инфляции рассчитывается показатель инфляционных ожиданий населения. В августе они были рекордно низкими – 9,5%.

**Тем не менее, динамика процентных ставок отстает от динамики трендовой инфляции.**

По мнению независимых экспертов, это происходит из-за того, что, Центробанк, чрезмерно апеллируя к инфляционным ожиданиям, продолжает избыточное снижение ключевой ставки, опасаясь эффекта «процентных ножниц»<sup>5</sup>, с учетом тренда на повышение ставки ФРС США, когда может произойти отток спекулятивного carry-trade капитала.

### **ПОСЛЕДСТВИЯ «НЕВЕРНОГО КУРСА ЛЕЧЕНИЯ» РОССИЙСКОЙ ИНФЛЯЦИИ**

В своих документах **Центральный банк признает, что российская инфляция носит в значительной степени немонетарный характер<sup>6</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**

<sup>4</sup>[http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/738/t\\_inflation\\_0817.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/738/t_inflation_0817.pdf)

<sup>5</sup><https://www.rbc.ru/money/24/11/2017/5a16abd89a79479b2e478bea>

<sup>6</sup><https://www.cbr.ru/Content/Document/File/25502/nfi.pdf>

преимущественно монетарные методы. Через политику высокой ставки оказывается давление на инвестиционный и потребительский спрос. Такой подход тормозит экономику.

**Если ключевая ставка (8,5 п.п.) превышает индекс потребительских цен более чем 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.

#### КАК ОТРАЖАЕТСЯ ПОЛИТИКА ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ НА ПОТРЕБИТЕЛЯХ?

Несмотря на рекордно низкую инфляцию, в целом, рост цен и снижение уровня жизни населения продолжается.

рубля и по сравнению с предыдущим месяцем снизилась на 3,9%. Но в годовом выражении, в январе-сентябре 2017 г. цены на продукты питания выросли по отношению к аналогичному периоду предыдущего года на 3,3%.

**Продолжают снижаться доходы, падение потребления и рост числа бедных приостановился:**

- Реальные располагаемые доходы в январе-сентябре 2017 года сократились на 1,2%. К аналогичному периоду 2014 года снижение составило 11%.
- Средний чек в магазине, по данным РОМИР, в июле 2017 года составил 503 рубля, что было на 1,7% ниже, чем год назад и на 10% ниже, чем в июле 2015 года.
- Оборот розничной торговли за январь-сентябрь 2017 вырос всего на 0,5% к аналогичному периоду прошлого года.

**В первом полугодии 2017 года доля бедных составила 14,4%, что было на 0,2 п.п. (на 300 тысяч человек) меньше, чем год назад. При этом продолжает расти разрыв в уровне жизни: коэффициент фондов<sup>7</sup> увеличился в первом полугодии 2017 года с 14,1 до 14,3.**



Источник: Росстат

Стоимость условного минимального набора продуктов питания на месяц в среднем по России в конце июля 2017 г. составила 4 066,8

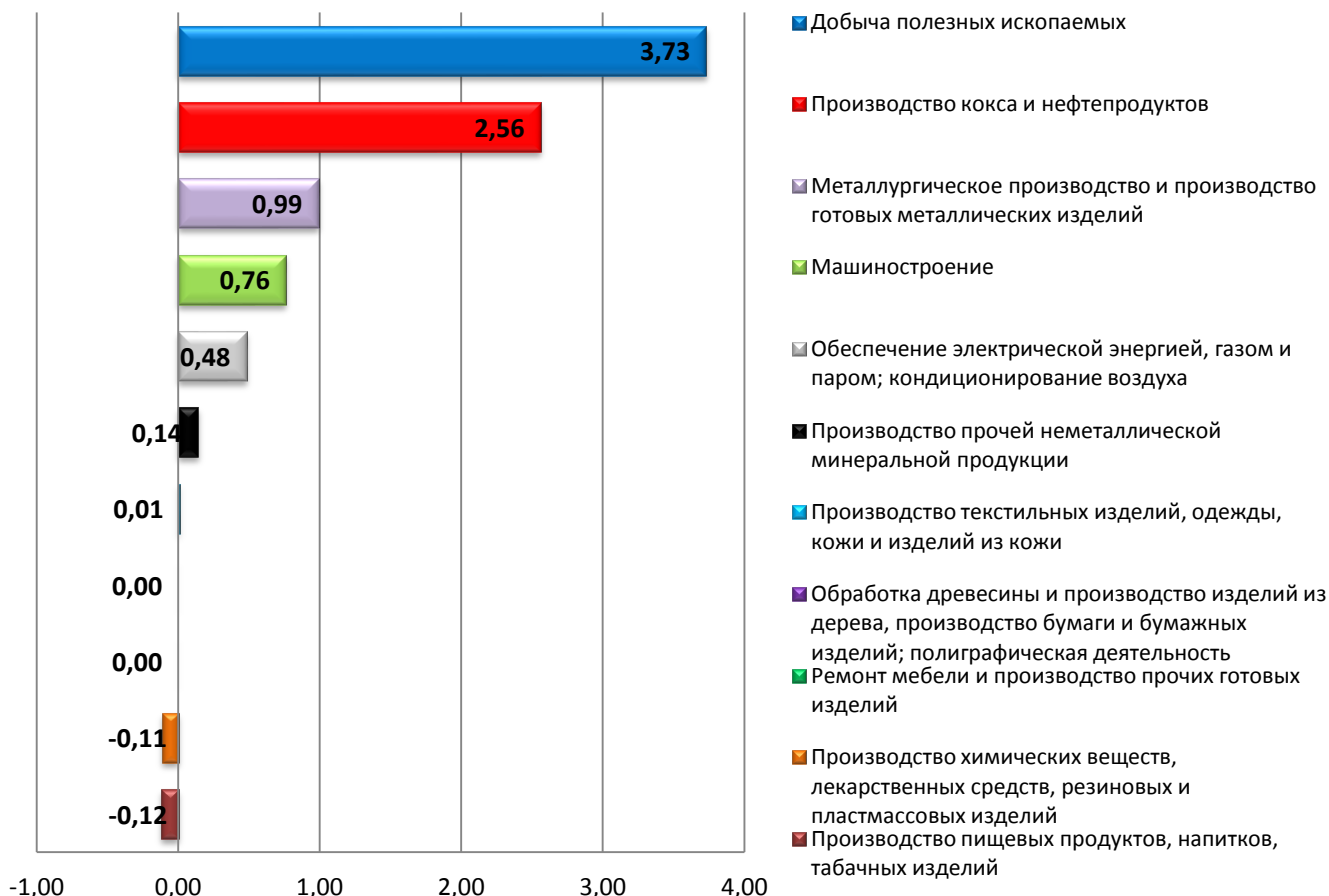
<sup>7</sup> Коэффициент фондов оценивает степень социального расслоения и определяется как соотношение между средними уровнями денежных доходов 10% населения с самыми высокими доходами и 10% населения с самыми низкими доходами.

## КАК ОТРАЖАЕТСЯ ПОЛИТИКА ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ НА ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ПРОИЗВОДИТЕЛЯХ?

В текущих условиях основной драйвер роста цен производителей - улучшение ситуации на мировых рынках сырья. Решающий вклад в увеличение цен производителей внес сектор добычи полезных ископаемых, а также нефтепереработка. В январе-сентябре 2017 г.

индекс цен производителей, то есть объем внутреннего рынка и экспорта, в годовом выражении вырос на 8,4%, при этом вклад в формирование этого показателя за счет роста цен в добыче полезных ископаемых и нефтепереработке составил 6.3 п.п.

*Вклад индексов цен производителей (внутренний рынок и экспорт) по агрегированным видам экономической деятельности в прирост индекса цен производителей для промышленности в целом в январе-сентябре 2017 г. по сравнению с январем-сентябрем 2016 г., (п.п)*



Источник: Росстат

Таким образом в экономике создалась ситуация, при которой инфляция снижается быстрее ключевой ставки, а реальные процентные ставки по кредитам растут. То есть производители, которые инвестировали и брали кредиты в условиях

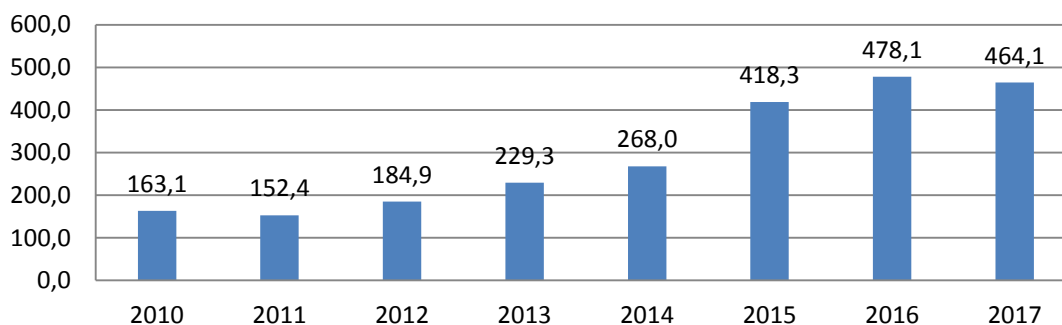
более высоких ставок, столкнулись с невозможностью реализовывать свою продукцию по более высоким ценам. В целом это приводит к перераспределению ресурсов в пользу финансового сектора.



### Борис ТИТОВ:

«Инфляция продолжает снижаться значительно большими темпами, чем снижается ставка, в ближайшее время ставка должна быть выше инфляции максимум на 2%. Только тогда есть условие для экономического развития».

**Затраты на выплаты процентов по кредитам в обрабатывающих производствах (январь-июнь соответствующих лет)**



Источник: Росстат

**ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ:**

▪ Инвестиции в основной капитал в первом полугодии 2017 года, по данным Росстата, выросли на 4,8% что нельзя характеризовать как начало нового инвестиционного цикла. Этот рост не может компенсировать инвестиционный провал, который случился в 2012-2016 гг. В 2014-2016 гг. сокращение инвестиций в основной капитал составило 12,4%. Кроме того, факторы, обеспечивающие этот бум, уже сходят на нет, что отмечается в материалах Центробанка. Имеющийся рост связан в основном с эффектом низкой базы, а также реализацией крупных инфраструктурных проектов: строительством моста через Керченский пролив и газопровода «Сила Сибири».

▪ В структуре инвестиций растет доля средств, направляемых на текущую деятельность: ремонты, модернизация. Это свидетельствует об откладывании планов развития, поскольку все большая доля инвестиций направляется на поддержание текущей работы.

▪ Индекс промышленного производства в январе-сентябре вырос на 1,8%: добывающая промышленность +2,8%, обрабатывающая промышленность +1%, обеспечение электроэнергией, газом и паром

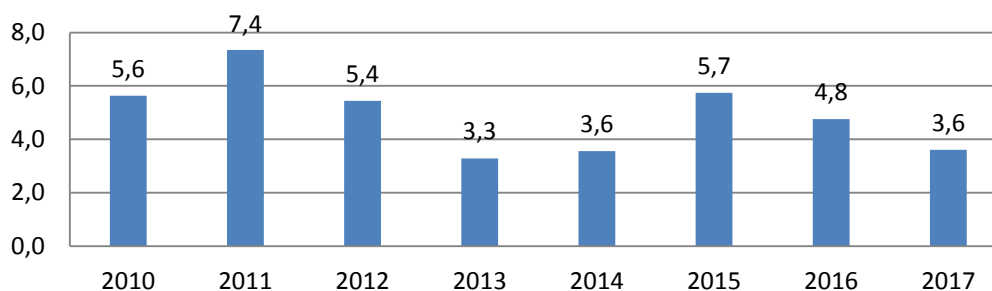
+1,7%, водоснабжение, водоотведение и отходы -2,6%.

▪ В динамике строительных работ сохраняется негативный тренд. В январе-сентябре 2017 года спад в этом виде деятельности, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составил 2,0%. При этом, ввод жилья упал за то же время на 6,4%. Снижение объема автодорожного строительства в январе-сентябре составило 17,7%.

▪ Внешнеторговый оборот в январе-августе на фоне роста цен на углеводороды увеличился на 26,4%. При этом экспорт несырьевых товаров вырос лишь на 5,5%.

▪ Рентабельность активов в начале 2017 года в большинстве отраслей не превышала 2-3%. Максимум наблюдался в финансовой деятельности (3,5%). В 2016 году в целом по экономике рентабельность составила 6,25%, что значительно ниже текущего уровня ставок по кредитам.

**Рентабельность активов обрабатывающих производств, % (в январе-июле)**



Источник: Росстат

## КАК ОТРАЖАЕТСЯ ПОЛИТИКА ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДИНАМИКЕ

Рост ВВП России в первом полугодии 2017 года составил 0,5%, что на фоне низкой базы предыдущих лет может рассматриваться как неудовлетворительный показатель.

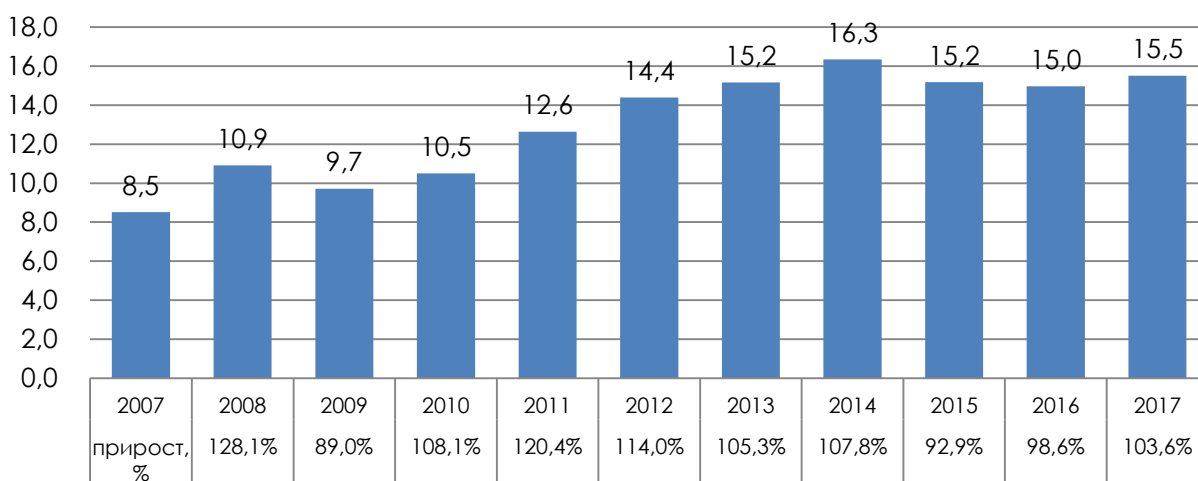
Динамика реальной денежной массы в 2016 году составила -1,4%<sup>8</sup>, в июне 2017 к июню 2016 года +3,6%. На основании этой динамики можно оценивать темпы роста ВВП: анализ динамики накопления сумм наличных денег и остатков на срочных депозитах и депозитах до востребования и ВВП с 1990 года свидетельствуют, что экономический рост наблюдается при темпах роста реальной денежной массы более 20%<sup>9</sup>. При темпах роста, которые колеблются от 0% до 20%, можно говорить о практически полном отсутствии экономического роста. **Близкие к нулевым темпы роста денежной массы говорят о ситуации в экономике России близкой к кризису.**

**Доля инвестиций в ВВП (норма накопления) в 2016 году составила 21,1%, сократившись на 0,3 п.п. по сравнению с прошлым годом.** При этом, чтобы достичь темпов роста выше среднемировых, норма накопления должна составлять 24-26%, а для

обеспечения экономического рывка – не ниже 30%<sup>10</sup>. Показатель доли инвестиций в ВВП 20-23% характерен для развитых стран с высокой долей экономики знаний в структуре ВВП. В активно развивающихся странах с темпами роста более 5% ВВП норма накопления составляет более 30%. Россия относится к числу развивающихся стран, поэтому нынешняя доля инвестиций в ВВП является крайне низкой, что делает маловероятным рост экономики в ближайшие годы.

По данным ЦБ с поправкой на инфляцию по данным Росстата, Объем задолженности малого и среднего бизнеса, то есть совокупный объем выданных кредитов, за период с 1 августа 2016 по 1 августа 2017 сократился в постоянных ценах на 0,7%.

**Динамика реальной денежной массы в 2006-2016 гг. (на 1 января следующего года), млрд руб.**



Источник: Институт экономики роста по данным ЦБ и Росстата

<sup>8</sup> Денежная масса сезонно-скорректированная (данные ЦБ РФ), с поправкой на ИПЦ (декабрь к декабрю).

<sup>9</sup> Сергей Блинов, Деньги и экономические прогнозы, «Эксперт» №17 (1027) 2017. <http://expert.ru/expert/2017/17/dengi-i-ekonomicheskie-prognozy/?d>

<sup>10</sup> Абел Аганбегян, Единая целенаправленная социально-экономическая политика – важное условие возобновления экономического роста, «Деньги и кредит» №7 2016.

## ВЫВОДЫ

- Продолжает ухудшаться благосостояние беднейших групп населения, в структуре потребления которых значительную долю занимают продукты питания и оплата ЖКУ. Растет число бедных, увеличивается социальное неравенство.
- Проведение жесткой 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.
- Высокие ставки по кредитам, которые значительно выше, чем рентабельность в большинстве секторов экономики, не позволяют финансировать инвестиции, а развитие за счет собственных средств не может быть масштабным. Оплата высоких ставок по кредитам изымает средства предприятий, которые могли быть потрачены на развитие, и средства населения, которые могли бы поддержать спрос на отечественную продукцию.
- Достижение низкой инфляции происходит в ущерб экономическому росту, поскольку воздействие монетарных инструментов (высокой ставки, снижения государственного бюджета на статьи, стимулирующие экономический рост) на немонетарные факторы инфляции (которые в настоящее время являются доминирующими) не может быть эффективным.
- С одной стороны, высокие ставки снижают потребительский и инвестиционный спрос. Жесткая бюджетная политика снижает спрос государства. С другой - факторы, которые действительно влияют на инфляцию – курс, привязанный к экспорту углеводородов, рост тарифов на услуги инфраструктурных монополий, монополизация рынков, высокая импортозависимость в недостаточной степени контролируются со стороны денежных и экономических властей.
- За инфляцию должен быть ответственен не только Центральный Банк, но и Правительство в целом. Ключом к подавлению инфляции должна быть активная экономическая политика, направленная на снятие структурных дисбалансов российской экономики, стимулирование устойчивого экономического роста. Именно эти меры являются эффективным рецептом борьбы с инфляцией для развивающейся экономики, который лежит в основе среднесрочной программы социально-экономического развития «Стратегия Роста».
- 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.