

# Россия: обуздать инфляцию издержек

10 июля 2014 года

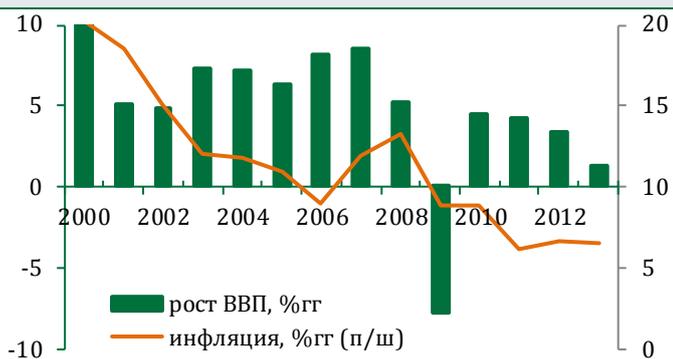
- Инфляция сильно замедлилась в прошедшие годы, но структурно остается достаточно высокой на уровне 6-8%
- Половина роста цен не связана напрямую с проводимой денежной политикой и может быть рассмотрена как инфляция издержек
- В среднесрочной перспективе снижение инфляции до ~4,5% очень вероятно. Инфляция перестанет быть острой социальной проблемой (кроме ситуации с ЖКХ)
- Структурное замедление инфляции позволяет перейти к политике инфляционного таргетирования, с нашей точки зрения...
- ... но этот переход можно сделать более гладким, если отложить на 2-3 года до большего снижения инфляции

## Против глобальной тенденции

*Динамика инфляции в России: не в mainstream...*

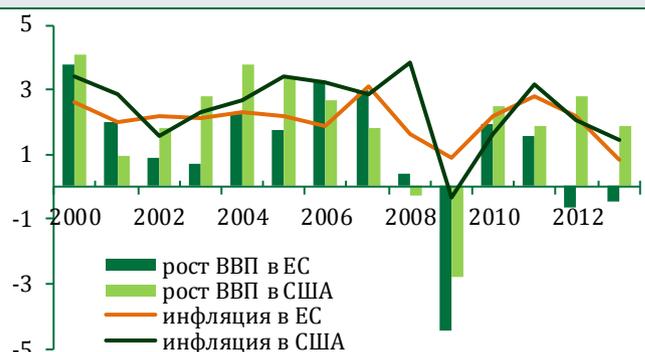
Текущее ускорение роста потребительских цен в России (с 6,1%гг в январе 2014 до 7,8%гг в июне 2014 г.) выглядит нетипично на фоне высоких дефляционных рисков в большинстве развитых стран. Казалось бы, удивляться не приходится: инфляция оказывается высокой во многих развивающихся странах в период экономического бума. Россия не стала исключением. В тучные 2000-е, когда рост экономики в среднем приближался к 7%гг, а рост зарплат в реальном выражении выражался двузначными числами, привычный уровень инфляции колебался вокруг 10-15%гг. Такая высокая инфляция тем не менее хорошо переносилась как населением, из-за постоянного роста доходов, так и бизнесом. Однако в последние годы экономическое замедление стало очень заметным, особенно в 2013 году, когда экономический рост затормозил до 1,3%гг. В 2014 году, экономическое ускорение выглядит маловероятным, даже относительно скромных результатов 2013 года. В итоге, экономический рост в России значительно ниже средних общемировых показателей, ниже роста США и еврозоны, а вот инфляция продолжает оставаться высокой. Инфляция в последние 5-7 лет снизилась до 6-7%гг – значительно менее заметно, чем ВВП. Текущий всплеск инфляции до 7,8% мы рассматриваем как временный. Тем не менее, результатом всплеска стало повышенное внимание, привлеченное к проблеме роста цен. Мы относим текущее ускорение на эффект от падения рубля в 1 кв. 2014 года и роста цен на продовольствие. Без этих факторов инфляция, скорее всего, оставалась бы в рамках все тех же 6-7%.

Динамика инфляции и роста экономики России, %гг



Источник: Росстат

Динамика инфляции в США и ЕС, %гг



Источник: Haver

### **Главная задача – снизить инфляцию издержек**

Однако и этот уровень роста цен, скорее всего, будет снижен. Мы ожидаем замедления потребительской инфляции до 4-5% в ближайшие годы. Мы убеждены, что главный фокус борьбы за низкую инфляцию должен быть смещен в сторону борьбы с инфляцией издержек. Именно высокая компонента инфляции, связанная прямо не с денежной политикой, а с издержками и структурной слабостью экономики, и вызывает «отклонение» России от мейнстрима, то есть быстрого замедления инфляции в случае экономического торможения.

### **От чего зависит рост цен?**

#### **Наша модель инфляции учитывает важнейшие факторы и зависимости**

Прежде всего, стоит задаться вопросом о «структуре» инфляции, оценив вклад различных факторов в рост цен. В данном случае мы имеем ввиду не разбивку инфляции на традиционные компоненты роста цен на продовольствие, непродовольственные товары и услуги, а именно агрегированные факторы, изменение которых влияет на инфляцию. Для этой оценки мы построили модель, использующую квартальные статистические данные с начала 2001 по 1 квартал 2014 года (53 точки наблюдений). В качестве факторов, от которых зависит инфляция, мы рассмотрели влияние на нее изменений спроса и предложения денег, смоделированные соответственно динамикой процентных ставок и денежной массы, повышений тарифов ЖКХ, задаваемых правительством, характеристики внутреннего спроса (темпы реального роста розничных продаж в прошлые периоды) и динамики обменного курса. Для повышения точности модели мы также добавили изменение индекса цен на глобальных рынках продовольствия (FAO UN). Поскольку Россия импортирует 36% потребляемого продовольствия (данные 2013 года), глобальные цены значительно влияют на российскую инфляцию.

#### **Инфляционные ожидания учтены как инерционность инфляции и через обменный курс**

Чтобы учесть влияние инфляционных ожиданий, мы предположили, что они во многом носят адаптивный характер, то есть, связаны с уровнем инфляции прошлых периодов. Наиболее значимая связь обнаружена со средней инфляцией за прошлый квартал. К тому же, воздействие изменений валютного курса носит двойной характер: с одной стороны, изменения курса непосредственно влияют на стоимость импортных товаров, а с другой стороны, в значительной мере формируют инфляционные ожидания россиян. Хотя наши расчеты показывают, что население стало более толерантно относиться к колебаниям рубля после 2008 года, когда политика курса стала более гибкой, резкие и однонаправленные изменения курса непосредственно влияют на потребительское поведение. Причем этот эффект носит несимметричный характер: ослабление рубля формирует ожидания ускорения инфляции, а вот обратный эффект от укрепления менее значим. Это объясняется спецификой курсообразования при заключении импортных контрактов.

#### **Изменение предложения денег влияет на инфляцию с лагом в один год**

Эмпирически установлено, что инфляция в настоящее время зависит от роста предложения денег (денежной массы) с лагом 1 год. Этот лаг постепенно удлинялся в течение последних 20 лет. В период сильнейшего экономического шока начала 90х во время перехода от плановой к рыночной экономике лаг составлял всего 3 месяца. В начале 2000х лаг вырос до 6 месяцев. В большинстве развитых экономик этот лаг составляет около 2х лет.

#### **Спрос на деньги учтен ставкой MIACR**

Помимо предложения денег, наша модель учитывает спрос на них через динамику процентных ставок. Также эмпирически мы установили, что для

моделирования ставок денежного рынка оптимально использовать недельную ставку МБК (MIACR) с лагом в квартал.

Статистическое качество построенной модели оценивается нами как весьма удовлетворительное. Модель объясняет 79% инфляции – все переменные оказались устойчиво значимыми. В таблице ниже мы приводим коэффициенты эластичности всех факторов, то есть показываем, насколько ускорится инфляция при росте каждого из факторов на 1%.

Результаты оценки				Долгосрочное влияние на инфляцию	
Переменные	Коэффициент	t-статистика	Pv	Объясняющие переменные	Вклад в инфляцию
Костанта	0.003	1.54	0.130	Обменный курс рубля к доллару	0.13
Инфляция(-1)	0.448	3.93	0.000	Тарифы ЖКХ	0.08
Доллар/рубль	0.074	3.33	0.002	Ставка МБК	-0.04
Тарифы ЖКХ	0.044	2.75	0.009	Рост денежной массы	0.07
Ставка МБК(-1)	-0.020	-2.29	0.023	Розничные продажи	0.22
M2(-4)	0.042	2.93	0.005	Мировые цены на продукты	0.05
Розничные продажи	0.118	2.04	0.048		
Мировые цены на продукты	0.030	1.95	0.058		

Источник: расчеты ЦМИ

## Монетарная vs. инфляции издержек

**Только половина роста цен непосредственно объясняется монетарными факторами**

Очевидно, что только часть факторов, влияющих на инфляцию, непосредственно связана с кредитно-денежной политикой (денежное предложение, спрос на деньги и обменный курс). Согласно результатам наших исследований, непосредственно монетарные факторы и курсовая политика объясняют до 4пп от текущего уровня инфляции, то есть только половину роста цен. Более того, влияние изменения процентной ставки на инфляцию остается очень низким. Частично рост денежной массы отражает эффект от изменения ставки, но связь между инфляцией и изменением ставки выражена слабее, чем в экономиках с развитой финансовой системой. Это происходит потому, что изменение ставки ЦБР быстро и значимо влияет на изменение коротких ставок денежного рынка, но гораздо слабее отражается в ставках кредитования физических лиц и компаний. Еще одно отличие от большинства развивающихся рынков – серьезная зависимость инфляции от курса рубля. Например, в разогревании инфляции в первой половине года падение рубля в первом квартале (рубль обесценился на 9,2% к доллару и 9,6% к бивалютной корзине) сыграло далеко не последнюю роль, «добавив» в рост цен 1,3пп.

**Выбор тарифной политики сыграл важную в замедлении инфляции**

Тарифная политика не связана с денежной политикой и лишь косвенно влияет на решения ЦБР. А ведь повышение тарифов, которые регулирует государство, объясняет существенную часть инфляции. В 2014 году на долю повышения тарифов непосредственно приходится 0,7пп инфляции. И это еще немного по сравнению с прошлыми годами, когда вклад этого фактора в инфляцию (при повышении тарифов на 15-20% как в первую половину 2000-х и 2008-09 годах) достигал 2пп!

**Снижение доли продуктов питания в потребительской корзине снизит волатильность роста цен**

Мы также рассчитываем, что влияние продовольственной инфляции, которое очень существенно сейчас, будет изрядно снижено в ближайшие годы. Например, в 2014 году только запрет на ввоз свинины из Европы привел к ускорению инфляции на 0,4-0,5 пп. По мере роста уровня жизни структура потребительских расходов сдвигается в сторону меньших трат на продукты питания. С 2006 по 2014 г. доля продовольственной компоненты в структуре расходов населения снизилась с 42,7% до 36,5%. И это не предел: в Польше на продовольствие тратится 24-25%, в Чехии – 26-27%, в Словакии – около 22%. В результате, волатильная продовольственная компонента со временем будет оказывать все меньшее влияние на инфляцию. Но в краткосрочном периоде риск ускорения инфляции из-за плохой погоды и плохого урожая сохраняется. Мы оцениваем его в дополнительные 1-1,5 п.п. инфляции при плохом урожае овощей, фруктов и зерновых (ниже 90 млн тонн зерновых в год).

**Инфляция непродовольственных товаров (4,3%гг) «ориентир» для инфляции в целом**

В целом, помимо всплесков продуктовой инфляции, других весомых причин для существенного ускорения инфляции в ближайшие годы нет. Состояние экономики далеко от перегрева, а замедление потребления и отсутствие источников его ускорения до прежних показателей говорит о том, что потребительский спрос будет в целом оказывать сдерживающее влияние на рост цен. Данная тенденция уже проявилась в 2013 г. Темпы роста цен непродовольственной компоненты сохранялись на уровне 0,3-0,4%мм, а годовые темпы роста замедлились к началу 2014 г. до 4,3%гг. В условиях слабого внутреннего спроса, на наш взгляд, динамика цен на непродовольственные товары будет именно такой, показывая, где скоро окажется инфляция в целом.

**Во 2П 2014 г, инфляция резко замедлится до 6,4%гг...**

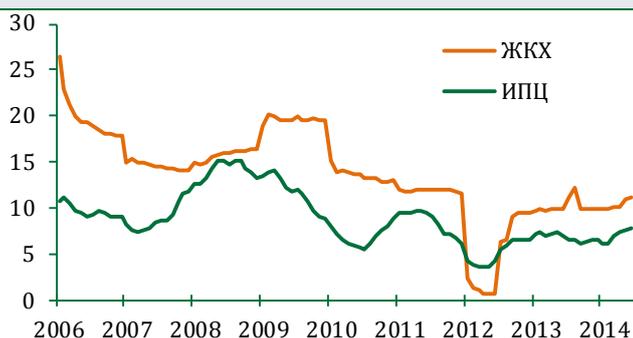
## Инфляция в 2014 году и среднесрочной перспективе

Наши расчеты показывают, что инфляция к концу 2014 г. замедлится до уровня около 6,4%гг. Мы считаем, что отсутствие новых шоков и скромное повышение тарифов ЖКХ в 2014 году приведут к очень заметному торможению инфляции уже во второй половине года. Если урожай 2014 года будет хорошим, то эффект замедления инфляции проявится резче. Это позволит Банку России снизить ключевую ставку на 0,25-0,5 п.п. до конца 2014 г (в 4 кв. 2014 г.).

**ЦБР ждет замедления до 4% к 2017 г**

В среднесрочной перспективе перед Банком России стоит задача по дальнейшему снижению темпа роста потребительских цен. Целевые ориентиры для темпов роста индекса потребительских цен установлены на уровне 4,5% в 2015 году и 4,0% в 2016 году.

Повышение тарифов ЖКХ и динамика ИПЦ, %гг



Источник: Росстат

Динамика ВВП на душу населения (в пост. ценах), реальных доходов и доля потребления в расходах (в %)



Источник: Росстат

**Мы ожидаем снижения до ~4,5%гг в среднесрочной перспективе**

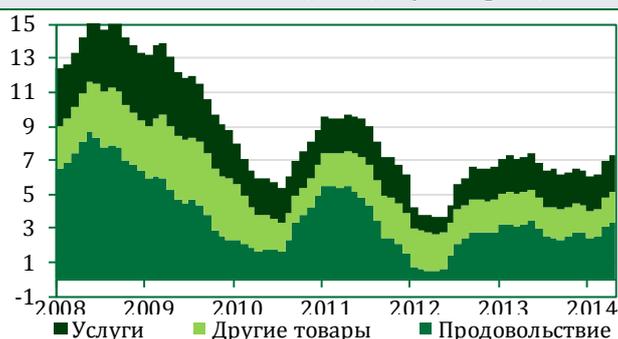
Наша модель позволяет в целом согласиться с прогнозами ЦБ. При экономическом замедлении и снижении потребительского спроса, инфляция естественным образом снизится на 0,5пп в ближайшие годы. А если правительство сдержит обещание ограничить рост тарифов инфляцией прошлого года, то она снизится еще на 0,5пп. При отсутствии внешних шоков риск новых потрясений на валютном рынке не выглядит серьезным. Если предположить, что снижение курса рубля будет происходить со скоростью инфляции (то есть мы предполагаем нулевое падение курса в реальном выражении), то вклад курсовых изменений в инфляцию снизится с текущего уровня 1,3пп до 0,7-0,8пп. Таким образом, естественное снижение инфляции до уровней 4,5-5% (при средних урожаях с/х продукции) весьма вероятно в ближайшие годы, даже если политика ЦБР останется нейтральной. Более того, подобное падение инфляции благодаря объективным факторам «включит» и субъективные: инфляционные ожидания снизятся.

#### Вклад различных компонент в текущую инфляцию (7,6%гг)

Объясняющие переменные	Вклад в инфляцию
Обменный курс рубля к доллару	1.3
Тарифы ЖКХ	0.7
Ставка МБК	0.0
Рост денежной массы	1.0
Розничные продажи	1.7
Мировые цены на продукты питания	0.0
Цены на свинину	0.4
Неурожай плодоовощей в конце 2013г.	0.3
Необъясненная компонента	2.2

Источник: расчеты ЦМИ

Покомпонентный вклад в годовую инфляцию, пп.



Источник: Росстат

Динамика инфляции, %мм



Источник: Росстат

## Считает ли население инфляцию проблемой?

### Население больше всего заботят тарифы ЖКХ

В последние годы население чутко уловило «новый» вектор экономического развития: опасения, связанные с инфляцией, снизились в 2013 году. В любом случае, явно лидируют в негативном восприятии

Какие из нижеперечисленных проблем Вы считаете наиболее важными для себя лично? (не более 7-ми ответов)

	окт.06	мар.08	январ.09	январ.12	январ.13	январ.14
Ситуация в сфере ЖКХ и ЖКУ	32	45	29	47	54	57
Инфляция, рост цен на товары и услуги	55	68	66	45	54	51
Уровень жизни населения	24	26	41	41	46	46
Ситуация в сфере здравоохранения	27	44	39	40	43	40
Пенсионное обеспечение	34	37	34	25	31	33
Коррупция и бюрократизм	14	22	24	24	29	29
Алкоголизм, наркомания	31	33	25	20	29	27
Положение молодежи	19	19	23	23	27	25
Безработица	33	28	42	27	27	23
Ситуация в сфере образования	15	24	19	19	21	21
Межнациональные отношения, миграция*	-	-	-	-	-	20
Состояние морали и нравственности	16	17	14	14	21	16
Экология и состояние окружающей среды	20	24	14	11	17	16
Терроризм	22	13	9	6	6	16
Преступность	27	28	26	14	16	15
Состояние экономики (экономический кризис)	-	-	27	15	15	12
Демократия и права человека	11	12	10	8	9	12
Задержки выплат заработных плат*	-	-	24	9	9	11
Влияние олигархов на экономическую и политическую жизнь страны	7	6	6	9	9	10
Ситуация в армии	12	11	9	5	9	5
Демографическая ситуация	9	9	5	6	7	5

Источник: опрос ВЦИОМ

ситуация с ЖКХ (включая и цены на услуги). Именно на эту часть инфляции мы и призываем обратить самое пристальное внимание.

## Переход к таргетированию инфляции

ЦБР собирается перейти к режиму таргетирования инфляции с 1 января 2015 года. Намерения тверды: даже турбулентность начала года и геополитические шоки первой половины 2014 года не заставили ЦБР пересмотреть или отложить решение. Действительно, эмпирические данные об инфляционном таргетировании в основном подтверждают эффективность данной политики в снижении уровня и волатильности инфляции и сдерживании инфляционных ожиданий, как в развитых странах, так и в странах с переходной экономикой (Vega and Winkelried, 2005; Orphanides and Williams, 2003; Roger, 2010). Поэтому мы поддерживаем ЦБР во мнении, что переход к инфляционному таргетированию – правильный выбор цели для российской денежной политики. Однако готова ли наша экономика уже сейчас к такому переходу?

### Текущее структурное снижение инфляции делает это возможным

Статистические данные показывают, что большинство стран ввели инфляционное таргетирование, когда уровень инфляции становился

достаточно низким (5,6% по выборке из 28 развитых и развивающихся стран, перешедшим на таргетирование инфляции до 2008 г.). Переход к режиму таргетирования инфляции целесообразно осуществлять в условиях сравнительно небольшой волатильности инфляции, которая облегчает ее прогнозирование на последующие периоды. Текущий уровень инфляции в России и ее относительная стабильность (удержание в рамках 6-8% в 2010-14гг) более менее приближены к этому негласному правилу перехода к инфляционному таргетированию. Но все-таки несколько выше «среднего» уровня.

**Инструменты денежной политики стали эффективнее работать в последние годы...**

Механизм инфляционного таргетирования работает через сдерживание инфляционных ожиданий. Таким образом, важным элементом успешной реализации перехода к таргетированию является способность ЦБ управлять этими ожиданиями и влиять на них. Наши расчеты показывают, что в России за последнее десятилетие эффективность воздействия мер денежно-кредитной политики на инфляцию значительно увеличилась. Так, влияние ставки денежного рынка в посткризисный период возросло в 2-2,5 раза (до 0,12пп дополнительного вклада в инфляцию при изменении ставки на 1пп). В то же время, зависимость инфляции от динамики валютного курса в течение 2001-14 г. стала гораздо ниже. Так, если в 2001-08 гг. ослабление рубля на 1% приводило к ускорению инфляции на 0,15пп, то в 2009-14гг. уже только на 0,03пп. Безусловно, такая тенденция создает основу для лучшей «управляемости» инфляцией инструментами денежно-кредитной политики.

**...но влияние ставки на инфляцию еще недостаточно сильное**

Однако мы считаем, что влияние ставки на инфляцию еще недостаточно сильно. К тому же, как показали события 1 квартала 2014 г., в случае рисков значительного ослабления рубля, население начинает массированную скупку наличной валюты, дополнительно ослабляя рубль, а также резко повышает спрос на товары, цены на которые не успели отразить ослабление рубля. А потребительский спрос также является важным фактором ускорения инфляции. Наши расчеты показывают, что влияние роста потребительского спроса на инфляцию весьма значительное (на 0,9пп при 1пп ускорения розничных продаж). Таким образом, ослабление рубля не только подстегивает инфляцию непосредственно (из-за удорожания импорта), но дает еще временный всплеск спроса, что также подталкивает цены вверх. Стабильность валютного курса является очень важной компонентой стабилизации инфляционных ожиданий и снижения инфляции.

**... курс рубля слишком сильно влияет на инфляционные ожидания**

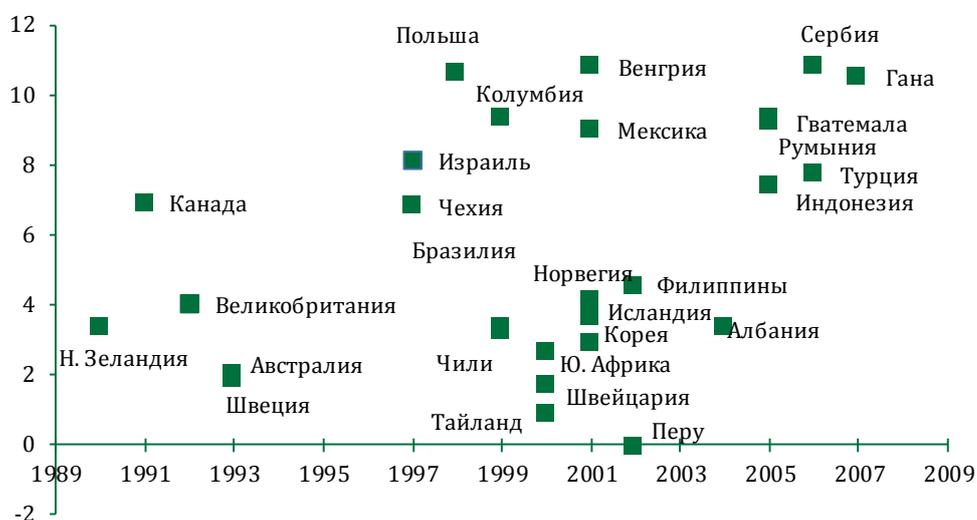
Для успешного перехода к таргетированию инфляции надо продолжить работать над «отвязыванием» инфляционных ожиданий от динамики курса рубля. Это непростая задача для стран, в основном экспортирующих сырьевые товары. Таким образом, режим инфляционного таргетирования будет так или иначе дополнен механизмом стабилизации валютного курса на случай серьезных неблагоприятных внешних шоков.

Однако самым важным элементом, определяющим успех перехода к таргетированию, является доверие агентов политике ЦБ в целом. Удачная коммуникация играет не последнюю роль для достижения этой цели. Все большее вовлечение ЦБ в программы, направленные на рефинансирование кредитов под инвестиционные проекты, проектное финансирование, возможном участии в рефинансировании долгов компаний (Мечела), может подорвать веру в независимость и беспристрастность ЦБР.

**Отложив переход к таргетированию на 2-3 года, его можно сделать более гладким**

Тут есть некоторая дилемма. С одной стороны, решительность, с которой ЦБР следует своим первоначальным планам перейти к таргетированию с 2015, вызывает уважение. С другой стороны, отложив переход на 2-3 года, его можно сделать значительно более гладким за счет более низкого уровня инфляции. В своем недавнем исследовании МВФ<sup>1</sup> выступил за таргетирование именно 4-х % уровня инфляции. Основным аргументом в пользу такой цели по инфляции является большее пространство для маневра ЦБ со ставками во время экономического спада. В то же время свидетельств о более низкой эффективности экономики, таргетирующей 4%-ую инфляцию, перед экономикой с целью в 2% - нет. Уровень инфляции в 4% для российской экономики является вполне достижимым к 2016-17годам в текущих экономических условиях. Если же начать таргетирование в 2015 году, то гладкость перехода будет зависеть от благоприятности внешнего фона.

**Переход на инфляционное таргетирование: дата и уровень инфляции на момент перехода**



<sup>1</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=41625.0>

## Выпуск подготовили

Юлия Цепляева	Директор ЦМИ	<a href="mailto:YVTseplyaeva@sberbank.ru">YVTseplyaeva@sberbank.ru</a>
Марина Каменских	Главный аналитик	<a href="mailto:MKamenskih@sberbank.ru">MKamenskih@sberbank.ru</a>
Юлия Сони́на	Главный аналитик	<a href="mailto:YVSonina@sberbank.ru">YVSonina@sberbank.ru</a>

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ (495) 747–38–79 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

### Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.