

О динамике инфляции с 25 июня по 15 июля 2024 г.¹

19.07.2024 г.

Инфляционный шок. Это – первое впечатление от данных об инфляции за последние три недели. За этот период *прирост потребительских цен* составил 1.04% - вдвое выше, чем в предшествующие три недели (0.51%)². Накопленный уровень инфляции (4.79%) уже существенно превысил годовой таргет Банка России (4.0%). В то же время, более внимательный анализ позволяет говорить о том, что проблема, безусловно, есть, но масштаб её заметно ниже, чем «цифры [которые] говорят сами за себя» (см. Таблицу 1).

Важнейшими факторами, обусловившими скачок цен в начале месяца (+0.88%, по данным Росстата) стали:

- плановое повышение административно регулируемых тарифов (+1.67%);
- рост цен на нефтепродукты (+1.18%), в основном из-за сезонного повышения цен на бензин (см. ниже);
- действия сезонного фактора на некоторых рынках плодоовощной продукции, услуг рекреации, строительных материалов.

Масштаб воздействия этих факторов виден по соотношению общего уровня инфляции и базовой инфляции³. Последняя за 15 дней составила 0.42% (что тоже очень немало), что более чем в два раза ниже общего уровня инфляции. На рисунках 1 и 2 хорошо видно, что если общий уровень

¹ В данной работе используются результаты проекта ТЗ-52, выполняемого в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2024 г.

² Официальные данные Росстата размещены по адресу: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/109_17-07-2024.html

³ По определению, в состав базовой инфляции не входит удорожание плодоовощной продукции (слишком сезонная динамика), топлива (событийные факторы, влияние внешнего рынка) и повышение административно регулируемых тарифов на отдельные виды услуг.

инфляции в последнее время очень высок (и хронически выше среднесноголетнего уровня)⁴, то уровень базовой инфляции особенных флуктуаций не претерпел и, в целом, лишь немного выше среднесноголетнего.

Таблица 1. Некоторые оперативные индикаторы инфляции (темпы прироста к концу предыдущего периода, %)1

	1 – 15 июля		Июль к июню, оценка
	Всего	из них 9-15 июля	
Индекс потребительских цен (данные Росстата), том числе:	0.88	0.11	1.02 / 9.00 ²
– продовольственные товары без плодоовощной продукции	0.15	0.05	0.41
– плодоовощная продукция (данные Росстата)	0.8	0.0	1.1
– непродовольственные товары	0.56	0.20	1.24
из них нефтепродукты	1.18	0.52	-
– услуги	1.77	0.21	2.3
из них административно регулируемые	9.1	0.18	9.1
Базовая инфляция	0.42	0.10	0.65

¹ Если не указано иного – расчёт на базе агрегирования данных Росстата об удорожании отдельных товаров и услуг.

² В числителе – июнь к маю 2024 г., в знаменателе – июнь 2024 г. к июню 2023 г.

⁴ Как уже отмечалось, прямое сопоставление еженедельной базовой инфляции (как агрегата из публикуемых Росстатом частных индексов цен) с общим индексом потребительских цен за неделю методологически не вполне корректно, но общую динамику оно показать все же может.

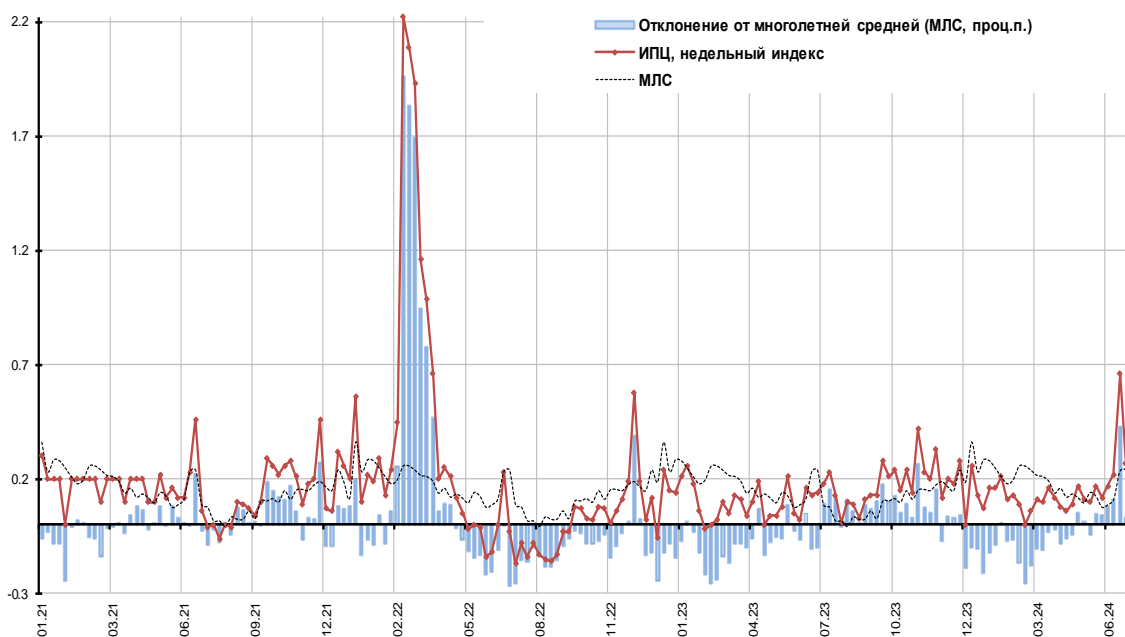


Рисунок 1. Недельный индекс потребительских цен и его превышение над среднемноголетним значением (ИПЦ, темпы прироста, %)

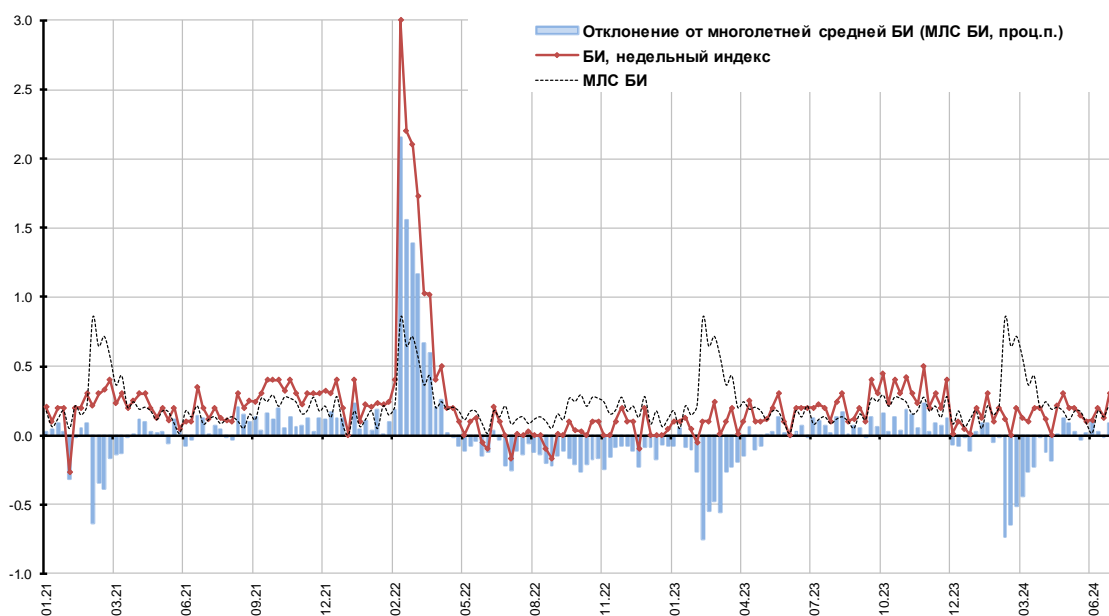


Рисунок 2. Недельный индекс базовой инфляции и его превышение над среднемноголетним значением (агрегат из частных индексов роста цен, темпы прироста, %)

Аналогичную картину дает соотнесение инерционных трендов инфляции всего и базовой инфляции. Если для общего уровня инфляции (см. рисунок 3), в результате событий начала июля виден паттерн «разворота вверх» (новые границы трендов выше предшествующих), то для базовой

инфляции ситуация гораздо более спокойная. Здесь имеет место, скорее, паттерн «сходящихся ножниц» – верхняя граница интервала не изменилась, нижняя – немного повысилась (см. Рисунок 4).

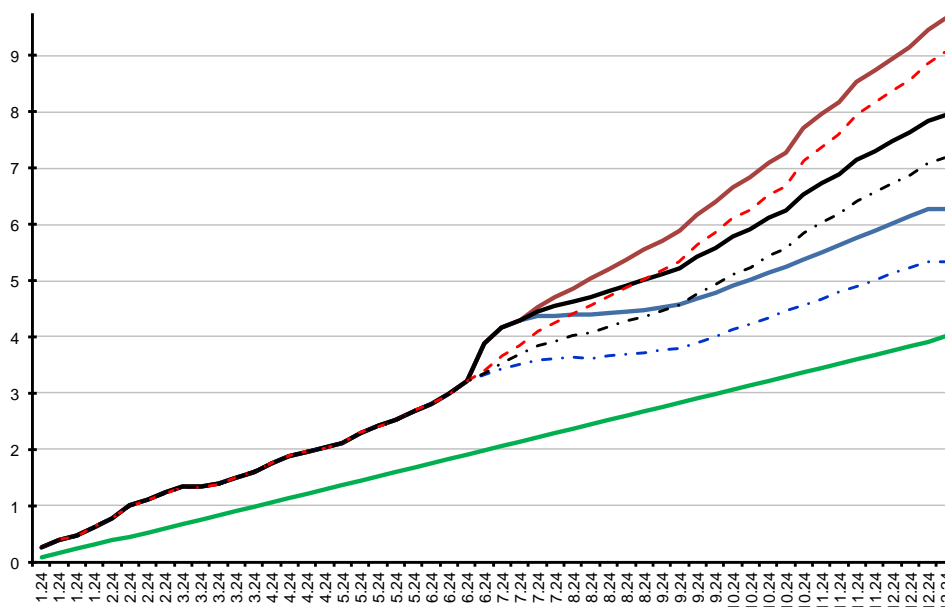


Рисунок 3. Соотношение максимального, среднего и минимального инерционных прогнозов еженедельной инфляции (соответственно, красная, черная и синяя линии; зеленая – равномерный выход на таргет Банка России, нарастающим итогом, темпы прироста, %)

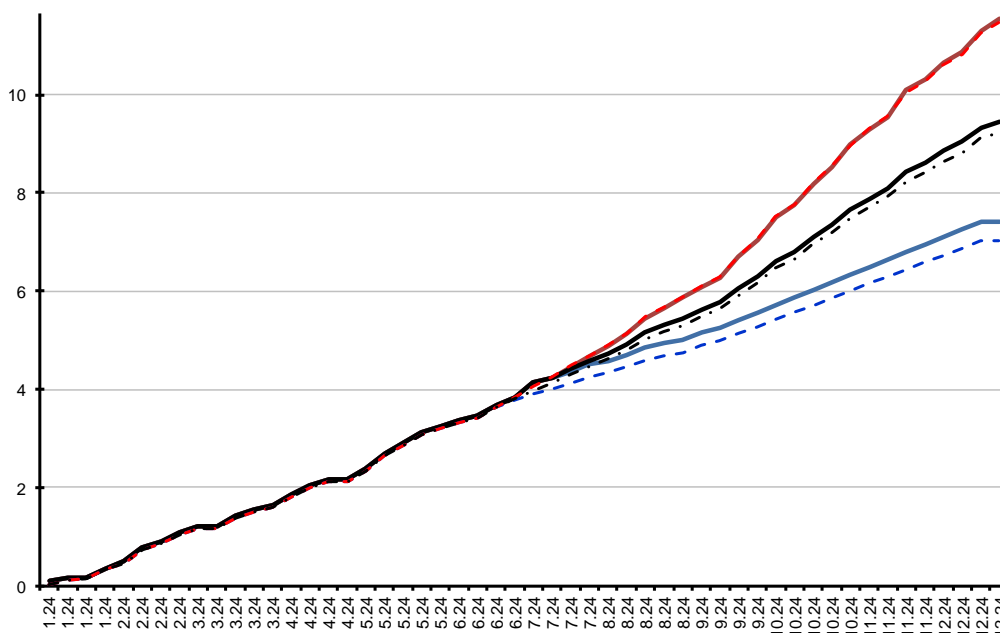


Рисунок 4. Соотношение максимального, среднего и минимального инерционных прогнозов еженедельной базовой инфляции (соответственно, красная, черная и синяя линии; нарастающим итогом, темпы прироста, %)

В целом за июль ожидается прирост потребительских цен на 1.0-1.05% (9.0% к июлю 2023 г.). Прирост базовой инфляции оценивается в 0.60-0.65%.

В структуре роста потребительских цен можно выделить несколько сюжетов.

Прирост цен на *плодоовощную продукцию* (+2.0% за три недели, ср.: +3.7% в прошлые три недели) формально остаётся основным фактором, «разгоняющим» инфляцию. При этом, уровень дифференциации в приросте цен на отдельные товарные группы очень велик, но, в целом, идёт процесс постепенного перехода сезонного скачка цен на сезонное же их абсолютное падение («в среднем по группе», конечно; так, за неделю с 9 по 15 июля прироста цен на *плодоовощную продукцию* практически не было). Быстро растут цены на *капусту* (+8.9% за три недели), *огурцы* (+8.5%), *картофель* (+5.5%)⁵, *яблоки* (+3.3%). Но «уже», по мере нарастания присутствия на рынке продукции нового урожая, стремительно падают цены на *свеклу* (-12% за три недели), *помидоры* (-3.2%), *лук* (-2.5%), *морковь* (-1.5%)⁶.

Сезонный характер имеет довольно быстрое удорожание *сахара-песка* (+1.2%, как и в прошлые три недели): запасы сырья урожая прошлого года в значительной мере израсходованны, а спрос на сахар (под домашние заготовки) начал расти. По мере поступления сырья нового урожая цены на сахар затормозятся, а потом и начнут падать.

Аналогично, чисто сезонный характер имеет удорожание используемых населением стройматериалов. Так, цены на *плиты ДСП* выросли за три недели на 3.3%, на *доски* – на 2.2% (примерно как и в прошлые три недели).

Цены на бензин за три недели подскочили на 1.7% (прошлые три: +0.79%). Этот рост имеет, в основном, сезонный характер, плюс влияние цен мирового рынка (соответственно, с 1 июля для сбалансирования рынка

⁵ Симптоматично, что в прошлые три недели было +26% (!!).

⁶ В прошлые три недели, соответственно, свекла: +3.1%, помидоры: -7.3%, лук: +1.6%, морковь: +3.7%.

Правительство восстановило действие экспортных ограничений на вывоз бензина).

Рекреационные (и сопряженные с ними) услуги остались важнейшим очагом инфляции. Так, *тарифы на авиаперелеты эконом-классом* за три недели подскочили на 12% (в прошлые три – на 6.8%), на *проживание в доме отдыха* – на 2.5%, *лечение в санатории* – на 1.6%, *проживание в хостеле* – на 1.0%.

Наконец, специфическую роль в повышении уровня инфляции сыграл резкий рост административно регулируемых тарифов на целый ряд жилищно-коммунальных и транспортных услуг (+9.3% за три недели). Так, тарифы на холодное водоснабжение и канализацию («водоотведение») подскочили на 12%, на горячее водоснабжение – на 10%, отопление – на 9.7% электроснабжение – на 9.0%, газ сжиженный – на 6.3%, плата за проживание в домах государственного и муниципального жилого фонда – на 1.6%.

В интересах борьбы с инфляцией (в очень значительной степени обусловленной действием немонетарных факторов, включая регулируемые тарифы) обсуждается повышение – ключевой ставки Банка России. Представляется, однако, что негативные эффекты и системные риски от данного действия, вероятно, превысят возможный положительный эффект.

О системных эффектах повышения ключевой ставки: краткий конспект

1) Как известно, реакцией на повышение инфляции и ослабление рубля в 2023 г. стала коррекция процентной политики Банка России. Надо отметить, что поначалу это повышение не оказало воздействия на динамику инвестиций: третий и большая часть четвертого квартала 2023 г. прошли под знаком скачка рентабельности в промышленности. Этот скачок, с одной стороны, создал запас финансовой устойчивости для компаний, и, с другой стороны, «запас» привлекательности инвестиций.

Оно, по идее, должно было:

- снизить эффект (и, соответственно, обесмыслить) от «игры против рубля» на валютной бирже при помощи заемных ресурсов;
- повысить относительную привлекательность хранения денег на депозитах, снизив, тем самым, давление ликвидной части денежной массы на инфляцию;

– обеспечить общее «охлаждение» экономики, снизив фундаментальное давление на инфляцию.

Необходимо подчеркнуть, что, скорее всего, выбранный ЦБ способ реагирования, связанный с резким подъёмом и длительным удержанием высокой ключевой ставки, представляется чрезмерно «издержечной» в плане негативного влияния на инвестиции и выпуск при ограниченном эффекте с точки зрения замедления инфляции.

2) Общее дестимулирование инвестиционной деятельности, которое неизбежно в ситуации, когда доходность «безрискового» актива⁷ превышает доходность бизнеса. Это может привести как к снижению привлечения средств для финансирования инвестиционных проектов, так и к сокращению инвестирования собственных средств компаний. Последнее даже более значимо из-за доминирующей роли собственных средств в финансировании инвестиций в основной капитал.

3) Эффект «навязывания стагнации»: «жесткая процентная политика – дестимулирование частных инвестиций – торможение роста мощностей – торможение потенциального ВВП – положительный разрыв выпуска – жесткая процентная политика».

4) Структурный эффект перехода к самофинансированию инвестиций. Инвестиции вытесняются в рентные, быстро оборачиваемые и «государственные» отрасли с ограниченным потенциалом роста

5) Вытеснение в огосударствление экономики: поддерживаемые государством деятельности / бизнесы получают преференции. Отсюда - риск формирования замкнутой «госэкономики» с отделенными каналами финансирования.

6) Возможное выдавливание производственной активности в дружественные / нейтральные страны с дешевым кредитом (отметим – именно производственной активности; при этом отток финансового капитала из страны может и уменьшиться из-за повышения привлекательности вложений в «безрисковые» рублевые активы.

7) Лаговые эффекты и кризис «stop-go» регулирования: опережающие или отложенные реакции рынков при изменении ставок.

Если начало цикла повышения ставок по кредитам вызывает ажиотаж и ускорение покупок, по принципу «пока условия кредитования лучше» (отсюда бум потребительского и корпоративного кредитования в конце 2023 г.), то уже состоявшееся повышение в сочетании с временно уже удовлетворенным инвестиционным / потребительским «аппетитом», естественно, сдерживает новые продажи.

8) Возможный рост неплатежей по кредитам со стороны закредитованных

⁷ Доходности по ОФЗ, обыкновенно тесно «привязанные» к ключевой ставке

заемщиков (прежде всего в потребительском кредитовании), чья платежеспособность зависит от возможности привлечения новых кредитов для погашения ранее накопленного долга и оплаты других необходимых расходов.

9) Возможность «схлопывания» ценового пузыря на рынке жилой недвижимости, ведущего к резкому сокращению объема вводов нового многоквартирного жилья, банкротству некоторых застройщиков (немассовому) и снижению занятости в секторе жилищного строительства. Такое схлопывание возможно из-за сочетания резкого сжатия спроса (в условиях запретительных ставок по рыночной ипотеке и сворачивания программ льготной ипотеки) с предшествующим «разогревом» предложения (фиксированием застройщиками новых проектов строительства жилья). При этом наиболее уязвимыми окажутся регионы без крупных мегаполисов, с небольшими объемами строительства и относительно слабым потенциалом спроса на жилье за счет собственных средств населения.

10) Рост нагрузки на бюджет – процентные платежи по долгу и вынужденное дополнительное финансирование или отмена / рacionamento программ, предусматривающих софинансирование ставок. Непонятно, «потянут» ли необходимое дополнительное финансирование регионы, где субсидирование ставок (в том числе в рамках поддержки малого и среднего производственного бизнеса) – одна из основ экономической политики, или нас ждёт сворачивание программ поддержки бизнеса.

11) Риск отмены государственных инвестиционных проектов по мотиву отсутствия частного софинансирования (в силу снижения привлекательности инвестирования в условиях роста «безрискового дохода» от держания денег)

*Материал подготовил
руководитель направления Белоусов Д.Р.
при участии
руководителя направления Солнцева О.Г.*