

**ИНФЛЯЦИЯ: ИТОГИ 2016 г.\*****Александра БОЖЕЧКОВА**

Заведующий лабораторией денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, канд. экон. наук. E-mail: bojchkova@iep.ru

**Павел ТРУНИН**

Ведущий научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук. E-mail: pt@iep.ru

*В минувшем году Банк России проводил консервативную денежно-кредитную политику, направленную на снижение инфляции. В результате она составила 5,4% (декабрь 2016 г. к декабрю 2015 г.), оказавшись существенно ниже аналогичного показателя 2015 г. (12,9% в декабре 2015 г. к декабрю 2014 г.). Был обновлен исторический минимум этого показателя, ранее составлявший 6,1% (за 2011 г.).*

**Ключевые слова:** инфляция, денежно-кредитная политика, ключевая ставка.

**Факторы снижения инфляции**

Замедление инфляции с 12,9% в декабре 2015 г. (к декабрю 2014 г.) до 5,4% в декабре 2016 г. (к декабрю 2015 г.) произошло на фоне высокой базы 2015 г., когда цены резко выросли вследствие ослабления рубля. (См. рис. 1.)

В течение всего прошедшего года курс рубля укреплялся (на 17% — до 60,6 руб./долл. в декабре 2016 г.), что позволило поддерживать ценовую стабильность. Укрепление рубля было обусловлено ростом цен на

нефть в 1,8 раза в период с января по декабрь 2016 г. и притоком иностранного капитала. (См. рис. 2.)

Не менее важной причиной замедления инфляции стала денежно-кредитная политика Банка России: в течение года ЦБ РФ лишь дважды снижал ключевую ставку на 0,5 п.п. — 14 июня и 19 сентября, в результате чего она достигла 10% годовых. Столь умеренное снижение ключевой ставки означало рост реальной ставки денежного рынка. Поддержание реальной ставки в положительной области помогает сдержать рост цен за счет усиления привлекательности сбережений и замедления кредитования, но одновременно с этим несет в себе риски падения экономической активности.

Кроме того, фактором снижения инфляции стал сохраняющийся низкий совокупный спрос. В среднем в январе-ноябре 2016 г. реальные денежные доходы населения снизились относительно аналогичного периода предыдущего года на 5,4%, а оборот розничной торговли ежемесячно сокращался в годовом выражении в среднем на 5,2%.

При этом отметим ускорение темпов роста денежной массы M2, обусловленное расширением денежной базы по мере расходования средств Резервного фонда для финан-

**Рис. 1. Темп прироста ИПЦ в 2011–2016 гг., в % за год**



Источник: Росстат.

\* — Статья из Мониторинга экономической ситуации в России «Тенденции и вызовы социально-экономического развития» №1 (39) (январь 2017 г.), размещенного на сайте Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара.

сирования бюджетного дефицита. Так, в январе-ноябре 2016 г. темп роста денежной массы М2 составил 11,5%, тогда как в течение аналогичного периода 2015 г. он не превысил 6,1%. (См. рис. 3.)

Увеличение денежной базы за счет расходования средств Резервного фонда превысило ее сжатие, вызванное сокращением задолженности банковской системы перед ЦБ РФ, а также проведением депозитных аукционов Банком России. В связи с этим в первом-втором кварталах 2016 г., несмотря на неизменное значение ключевой ставки, наблюдалось снижение рыночных процентных ставок. В частности, ставки по депозитам физических лиц до 1 года снизились с 8,53% годовых в январе до 6,22% годовых в октябре 2016 г.

### Цены на потребительские товары и платные услуги

В целом с января по декабрь 2016 г. темп прироста цен на потребительские товары оказался значительно ниже аналогичного показателя 2015 г. (4,6% в декабре 2016 г. к декабрю

2015 г. против 14,0% в декабре 2015 г. к декабрю 2014 г.). Существенный вклад в снижение темпов роста цен на продовольственные товары внесли укрепление рубля, а также хороший урожай в 2016 г. Темп прироста цен на непродовольственные товары замедлился с 13,7% в 2015 г. до 6,5% в 2016 г., что также объяснялось укреплением рубля в условиях высокой зависимости российского рынка от зарубежных поставок. Платные услуги населению в декабре 2016 г. по сравнению с декабрем 2015 г. подорожали на 4,9% (на 10,2% к декабрю 2014 г.).

### Инфляционные ожидания

Инфляционные ожидания снижаются медленнее, чем сама инфляция: по данным опроса населения ООО «ИНФОМ», ежемесячно публикуемым Банком России, медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед в 2016 г. существенно превышало фактическую инфляцию за предыдущие 12 месяцев (на 5,7–7,4 п.п.) и принимало значения, близкие к фактической инфляции в 2015 г., отставая от нее в

Рис. 2. Динамика биржевых курсов доллара и евро к рублю, объем торгов на валютном рынке, цена нефти марки Brent



Источник: ЦБ РФ, «Финам».

среднем лишь на 1,6 п.п. Этот результат свидетельствует об инерционном характере инфляционных ожиданий. Высокие инфляционные ожидания и их инерционность остаются одними из главных препятствий для смягчения денежно-кредитной политики.

### Факторы возможного ускорения инфляции

Несмотря на успехи в снижении инфляции, перспективы достижения ЦБ РФ своей цели по этому показателю в 2017 г. (4% по итогам года) пока представляются неоднозначными.

На наш взгляд, одним из возможных источников ускорения инфляции в дальнейшем станет восстановление совокупного спроса, которое, при прочих равных условиях, может привести к повышательному давлению на цены потребительских товаров. В частности, и в первом, и во втором кварталах 2016 г. номинальная заработная плата увеличивалась по сравнению с аналогичными периодами 2015 г на 7,7%, а в третьем квартале ее рост составил 8,1% (тогда как в сентябре-декабре 2015 г. этот показатель в среднем рос лишь на 3,4% в годовом выражении). В истекшем году темпы роста реальной заработной платы впервые на-

чиная с третьего квартала 2014 г. оказались положительными, составив 0,3 и 1,2% во втором и третьем кварталах соответственно; одновременно наблюдалось замедление темпов падения реальных доходов населения. В 2017 г. возобновится индексация пенсий по фактической инфляции 2016 г. (5,4%), а также продолжится финансирование расходов, направленное на достижение целевых значений заработной плат в отдельных секторах экономики, установленных в майских (2012 г.) указах Президента.

Дополнительным источником усиления инфляции в наступившем году может стать мягкая бюджетная политика: несмотря на законодательно утвержденное снижение бюджетного дефицита, рост нефтегазовых доходов из-за возможного повышения цен на энергоносители может привести к увеличению расходов, особенно с учетом текущей фазы политического цикла.

Не стоит полностью игнорировать также курсовые риски, связанные с возможным ухудшением условий торговли. Среди факторов, которые могут повлечь за собой обесценение рубля, следует выделить неопределенность относительно динамики цен на нефть (в том

Рис. 3. Динамика денежных агрегатов и денежного мультипликатора в 2000–2016 гг.



Источник: Банк России.

числе обусловленную проблемами в экономике Китая), а также ужесточение монетарной политики, проводимой ФРС США.

Учитывая, что инфляционные ожидания сохраняются на повышенном уровне (12,4% в декабре 2016 г.), возможность снижения ключевой ставки будет рассматриваться Банком России лишь в первом-втором кварталах 2017 г. На наш взгляд, в наступившем году ЦБ РФ предстоит найти непростой баланс между дос-

тижением инфляционной цели и недопущением негативного влияния проводимой им политики на экономическую активность. Отмеченные обстоятельства создают риски недостижения цели по инфляции по итогам 2017 г. По нашему мнению, ЦБ РФ будет придерживаться политики медленного снижения ключевой ставки вплоть до момента появления у его руководства уверенности в том, что цель по инфляции будет достигнута. ■