

## СРЕДНЕСРОЧНЫЕ СЦЕНАРИИ ИНФЛЯЦИИ

### *1. Основные особенности новой инфляционной волны и грядущей рецессии. Особенности инфляционных процессов России.*

Новая инфляционная волна мировой инфляции (первые симптомы которой проявились еще в 2004 г., а затем в 2007 г.) имеет ряд характерных особенностей.

- Низкие темпы роста цен по сравнению с инфляционными витками середины и конца 70-х годов и конца 80-х – начала 90-х годов;
- Значительно возросшие цены на топливо и промышленное сырье (даже с учетом их снижения в последние два месяца).
- Отсутствие роста базовой инфляции (без учета чувствительных к рынку цен топлива и продуктов питания).

Заметно изменилась и общая экономическая среда, на фоне которой формируются инфляционные процессы, особенно если сравнивать ситуацию середины и конца 80-х годов (т.к. инфляция начала 90-х в основном была вызвана процессом выхода стран Восточной Европы из СЭВ и распадом СССР). Прежде всего, отличия в финансовой сфере. В настоящее время существует более высокий запас прочности развивающихся стран, который формируется за счет положительного торгового сальдо и снижения бремени государственного внешнего долга и повышения устойчивости бюджетной системы. Важной особенностью финансовой системы является беспрецедентно низкий уровень ставок в мире (прежде всего в США). Современный финансовый сектор отличается также большей открытостью рынков развивающихся стран и выходом рынков на другой уровень рыночной стоимости.

Отличие современного финансового рынка связано и с новой конфигурацией валютной системы. Если инфляция конца 70-х и начала 80-х может трактоваться как период адаптации товарных рынков и основных стоимостных пропорций к краху золотовалютного стандарта и переходу к плавающему валютному курсу экономик развитых стран, то можно предположить, что новая инфляционная волна соответствует адаптации рынков к краху системы долларového стандарта.

Если финансовая и валютная система формируют особенности инфляции, которые будут проявляться в краткосрочной перспективе, то в среднесрочной и долгосрочной перспективе рост инфляции и стабильность финансовой системы в целом будет определяться состоянием реального сектора. С точки зрения мировой конкуренции современный период характеризуется ростом инициативы развивающихся стран и, прежде всего, возросшей конкуренцией между США и Китаем. Основной особенностью является не столько стремление к развитию собственных технологий, сколько наличие огромного внутреннего рынка, который может стать основой саморазвития развивающихся рынков и смягчить грядущее торможение роста и возможную рецессию в развитых странах. Если в краткосрочной перспективе под давлением возросшего «денежного навеса», а также в связи с общей структурой потребления, некоторые развивающиеся рынки оказываются более уязвимыми к росту цен, то в долгосрочной перспективе обеспечение товарного наполнения рынка может способствовать стабилизации цен. Одновременно с этим проблема несоответствия денежному предложению медицинских и других услуг выходящим на пенсию бэбибумерам в развитых странах может способствовать постоянному росту цен в среднесрочной перспективе.

Особенностью инфляционных процессов в России является контроль за ценами на газ и сдержанное выравнивание внутренних и внешних цен на основное топливо. При этом рынок конечного потребления топлива и энергии постепенно либерализуется. Основным

вопросом является возможность использования этого источника контроля за инфляционными процессами и для развития экономики.

## **2. *Инфляция и мировые товарные рынки.***

Российский рынок проявил высокую чувствительность, хотя и неодинаковую, к изменению динамики внешних цен на мировых товарных рынках. При этом в оценках чувствительности важную роль играют характеристики продукта, транспортные издержки, а также налоги на экспорт и реализацию товара внутри страны.

Наиболее универсальным в этом смысле товаром являются нефтепродукты. Хотя, при наличии полного цикла переработки нефти, компании могут быть, при прочих равных в большей степени заинтересованы в сбыте продукции на внутреннем рынке. В тоже время даже для бензина цена внутреннего и внешнего рынка может отличаться. В случае с бензином такое отличие в основном становится заметным на фоне снижения цен. Примером является последний квартал 2005 г. и начало 2007 г., когда внутренние цены на бензин не реагировали на снижение внешних цен.

Связь цен внутреннего и внешнего рынка наблюдается и в динамике цен на продукты питания, которые гораздо больше влияют на инфляцию. Хотя связь производителей с биржевым рынком в этом сегменте очевидно более низкая как в силу незначительного экспорта по ряду позиций, так и в силу сложностей в торговле сельхозпродукцией. Но и здесь существуют «отклонения» в пользу производителей. В частности таким примером является динамика цен на молоко и молочную продукцию, удешевление которой с середины прошлого года пока не сказалось на снижении цен внутреннего рынка.

## **3. *Инфляция и потребительский спрос.***

Основной угрозой роста инфляции является возможное резкое падение потребительского спроса. Такой процесс уже наблюдается в Казахстане, а также отчасти в Украине. Снижение потребительского спроса в наших условиях будет означать резкое замедление темпов роста экономики, которая в последнее время в значительной мере зависит от внутреннего спроса, в том числе и потребительского. Вклад роста расходов домашних хозяйств в рост ВВП в 2007 г. практически сравнялся с ростом ВВП в целом, а без учета импорта потребительских товаров составил около 50%.

Инерционный рост потребительского спроса может сохраниться и в условиях растущей инфляции. Индикатором такого роста спроса в условиях инфляционных ожиданий является торможение роста сберегательной активности населения, а в худшем случае, рост спроса за счет сокращения сбережений. В результате снижение спроса может носить более резкий и продолжительный характер.

В сценарии плавного снижения потребительской активности в среднесрочной перспективе основными причинами торможения темпов роста потребительской активности будет торможение роста реальных доходов населения, а также рост реальных расходов на основные платные услуги в связи с неизбежным повышением внутренних цен на ЖКХ (в результате роста цен на газ) и сохранение «нагрузки» по платежам процентов за кредит.

## **4. *Инфляция и инвестиции.***

Обеспечение высоких темпов роста ВВП, а также устойчивость роста в долгосрочной перспективе будет зависеть от дальнейшего развития инвестиций. В 2007 г. выйти на темпы роста выше 8% удалось резкому увеличению инвестиций. Их доля в ВВП увеличилась до 23,3%, что является максимальным показателем для России и соответствует среднему уровню для развивающихся стран. Инвестиционный рост имеет две задачи: во-первых, это повышение эффективности в добывающем секторе и снижение энергоёмкости, а во-вторых, что самое главное, это диверсификация экономики и снижение ее зависимости от экспорта топливных ресурсов.

Инфляционный сценарий развития мировой экономики осложняет развитие инвестиционных процессов в России не только в связи с возможным торможением притока капитала и сужением внешней ресурсной финансовой базы. Рост инфляции может притормозить и увеличение спроса в мировой экономике, что, в свою очередь, в перспективе повлияет на динамику цен на сырье и топливо на мировых рынках. На внутреннем рынке рост инфляции может привести к торможению сберегательной активности населения, а также снижению спроса на товары длительного пользования и потребительский кредит. Все это отразится на состоянии частного сектора: произойдет снижение темпов выпуска в отраслях промышленности, ориентированных на потребительский спрос.

В первую очередь ухудшение внешней среды приведет к сокращению источников финансирования инвестиций, хотя их выбытие будет отчасти компенсировано ростом бюджетных расходов и активизацией внутреннего кредитования. Однако вряд ли можно ожидать снижения ставок кредитования в ближайшее время. Кроме этого, торможение (в благоприятном сценарии) роста потребительского спроса снизит интерес к инвестициям в отрасли потребительского сектора. Затрудняет рост инвестиций также зависимость от импортных машин и оборудования (доля импорта на рынке машин и оборудования составляет, по оценке, около 70%).

Торможение роста цен в строительстве и возможное снижение стоимости готовых объектов является, пожалуй, единственным аспектом, который может стимулировать инвестиционный процесс. Стоимость сырья также, скорее всего, будет снижаться, что также можно рассматривать как положительный аспект развития инвестиционной активности. Хотя в целом это незначительно снизит сроки окупаемости вложений.

Это, конечно, не означает, что ситуация носит тупиковый характер. В истории есть немало примеров роста инвестиционной активности при одновременном всплеске инфляции (США в 80-е годы, Европа в конце 70-х годов, Азия в первой половине 90-х).

Рост инвестиций на первом этапе будет определяться необходимостью возмещения устаревших фондов, а окупаемость инвестиций – эффективностью новых мощностей. Скорее всего, инвестиции будут на первом этапе расти в инфраструктурных отраслях, а также в ТЭК. Такой рост «потянет» за собой развитие отраслей производства машин и оборудования с тем, чтобы снизить давление импорта. Хотя, возможно, и увеличение импорта более дешевых относительно Европы машин и оборудования из Китая (как это было в 2007 г.), а также других стран Азии.

##### **5. *Инфляция и финансовые рынки (валютный, облигации, акции).***

Инфляционные процессы в развивающихся странах – это проверка на прочность финансовой системы, созданной в последнее время. Прежде всего это касается курсовой динамики и адаптации экономики к новой валютной политике. Большинство развивающихся стран (включая даже Азиатских тигров) избегали в последнее время плавающего курса. Центральные банки сдерживали укрепление валют, создавая таким образом дополнительный рост внутреннего спроса и стимулируя импорт.

Отличительной особенностью текущего периода в отличие от конца 80-х гг. является недооцененность валютных курсов с точки зрения соотношения цен на основные товары (по ППС).

Более быстрые темпы роста внутренних цен в последнее время будут приводить к продолжению укреплению курсов в реальном выражении, что означает продолжение тенденции сближения цен. Таким образом, недооцененность курсов будет постепенно «съедаться» за счет инфляции. Тот факт, что Банк России пошел на отказ от сдерживания курса в августе (дабы «наказать» спекулянтов, выводящих капиталы из России) отчасти смягчит течение процессов выравнивания для России и повысит колебания курса рубля в

ближайшее время. Если раньше Банк России допускал укрепление курса рубля в некой пропорции относительно укрепления евро к доллару, то с середины июля курс рубля девальвировал в той же пропорции, что и евро.

По сути, отказ от контроля за курсом не просто ведет к жесткому контролю за установленным ориентиром инфляции как основному целевому показателю денежной политики Банка России, но и требует большего внимания к операциям на денежном рынке и оценок реальных потребностей в денежной массе у действующих в экономике агентов. Это в перспективе должно привести к снижению волатильности процентных ставок.

Устойчивость этого решения будет во многом зависеть от желания ввести контроль за процентными ставками денежного рынка, которые в последнее время значительно зависели от колебаний курса. Если Банку России удастся обеспечить достаточный контроль за динамикой ставок и не допустить их «выход» за разумные пределы, то и рынок акций может в дальнейшем стабилизироваться.

Свободное плавание курса может в дальнейшем привести к большему интересу к рублю. Однако Банку России придется в данном случае идти и на большее укрепление рубля при изменении потоков капитала.

## **6. Основные сценарии развития инфляционных процессов в среднесрочной перспективе.**

1 сценарий: «краткосрочная инфляция»

Сценарий краткосрочной инфляции означает, что резкий всплеск инфляции, вызванный ростом цен на мировых товарных рынках (нефти, сырья, а затем и продовольствия) будет непродолжительным. Цены, под воздействием торможения спроса, а затем и рецессии в развитых странах, в течение полугода вернуться на уровень до начала инфляционной волны (середины 2006 г.). Это будет означать сохранения возможностей для снижения цен в развивающихся странах в среднесрочной перспективе и выравнивание инфляции с развитыми странами. Одним из основных моментов ценовой адаптации будет являться гибкость внутренних цен – снижение основных сырьевых цен и цен на сельхозпродукцию.

2 сценарий: «продолжительная долгосрочная инфляция»

Цены на мировых рынках будут снижаться постепенно и в течение полугода не выйдут на уровни, спровоцировавшие рост инфляции в мире. Базовая инфляция постепенно начнет расти как в связи с политикой более медленной адаптации ценовой политики к снижению реального спроса производителями, так и в связи с возможным изменением финансовой политики. Под воздействием финансового кризиса развитые страны могут начать постепенно увеличивать объемы денежной массы. Это уже проявилось в 2007 г. и может продолжиться в 2008 г. Отчасти это поможет смягчить проблему снижения темпов роста, а, возможно, и избежать рецессии, но благоприятный инфляционный сценарий в этом случае будет маловероятным.