

Открытая дискуссия в Ассоциации российских банков

У каждого своя инфляция

*А.Е. Абрамов – к.э.н., зав. лабораторией анализа
институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС*



РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Москва, 17 декабря 2024 г.

Все идет по сценариям, но они разные

- **МЭР:** в 2025 г. можно достичь инфляции 4,5% при росте ВВП 2,5% и росте потребления на 4,2% (выше, чем в 2024 г.)
- **Банк России** (базовый сценарий): для достижения инфляции 4,5% в 2025 г. рост ВВП должен составить 0,5-1,5%, а рост потребления 0,0-0,10%
- Реализация про **инфляционного сценария** лишь передвигает эту проблему с 2025 г. на 2026 г. В 2025 г. рост сохраняется на уровне 1,5-2,5% при росте потребления на 2-3%, но в условиях ключевой ставки 20-23% годовых. А в 2026 г. рост 0-1%, рост потребления тоже 0-1%.

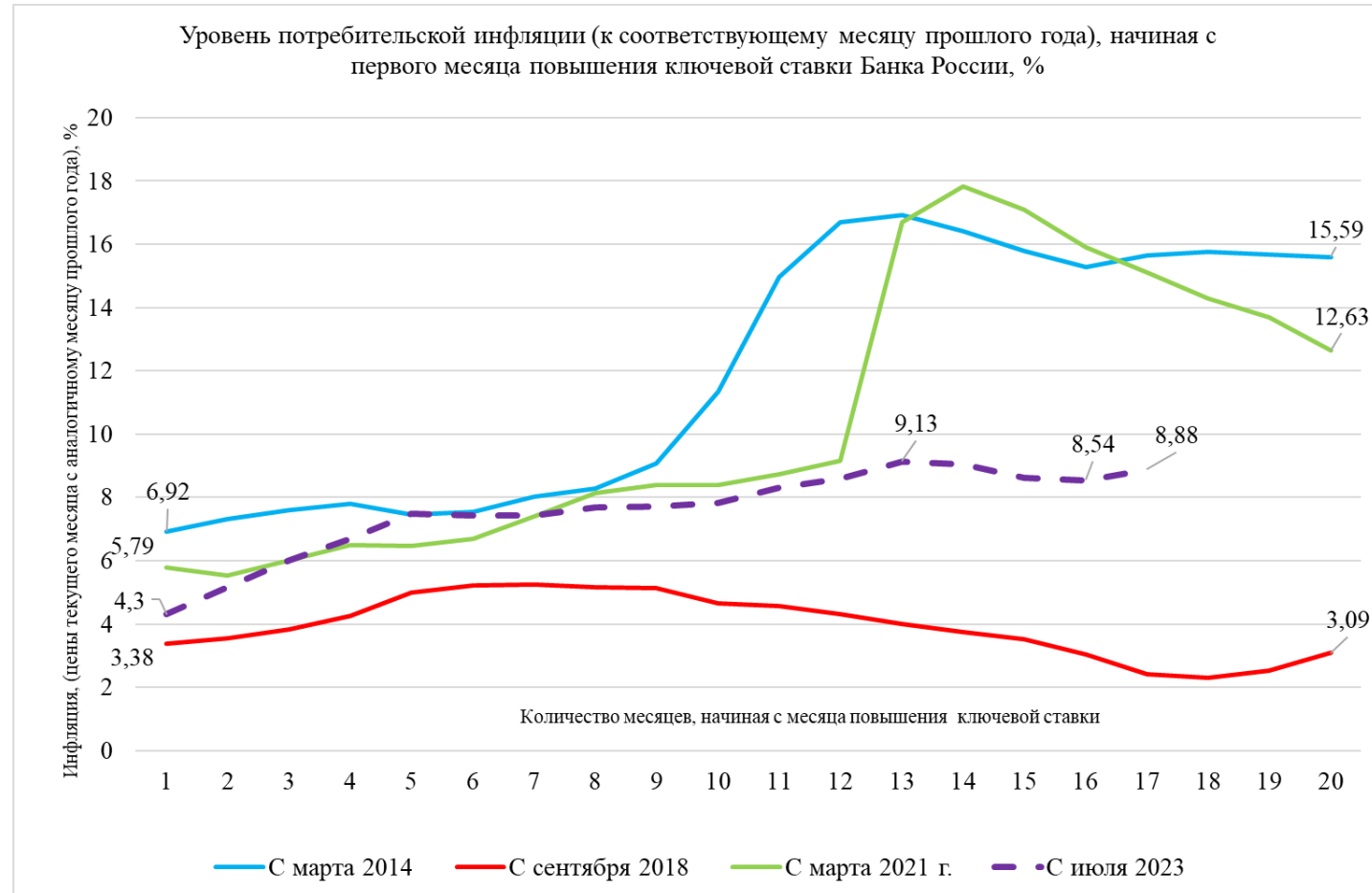
	2024 Оценка	Прогноз	
		2025	2026
ИНФЛЯЦИЯ, %			
1. БАНК РОССИИ:			
1.1. Базовый сценарий	8,0-8,5	4,5-5,0	4,0
1.2. Проинфляционный сценарий	8,0-8,5	5,5-6,0	4,0
2. МЭР - базовый, октябрь 2024	7,3	4,5	4,0
РОСТ ВВП, %			
1. БАНК РОССИИ:			
1.1. Базовый сценарий	3,5-4,0	0,5-1,5	1,0-2,0
1.2. Проинфляционный сценарий	3,5-4,0	1,5-2,5	0,0-1,0
2. МЭР - базовый, октябрь 2024	3,9	2,5	2,6
РОСТ РАСХОДОВ НА ПОТРЕБЛЕНИЕ, %			
1. БАНК РОССИИ:			
1.1. Базовый сценарий	3,5-4,5	0,0-0,10	1,0-2,0
1.2. Проинфляционный сценарий	3,5-4,5	2,0-3,0	0,0-1,0
2. МЭР - базовый, октябрь 2024	4,0	4,2	3,4

Что реально ожидать в 2025 г.?

- Инфляция 6-7%, рост ВВП 2,0-2,5% ключевая ставка 20-23%.
- Банк России будет действовать по инструкции при таргетировании инфляции.
- Аналог из истории: в условиях мягкой бюджетной политики 1997-1998 гг. Банк России таргетировал фиксированный и стабильно низкий курс рубля к доллару. Это был одним из факторов финансового кризиса. В ОНЕГ ДКП до 2027 г. Банк России признал, что это было ошибкой.

Результативность ДКП

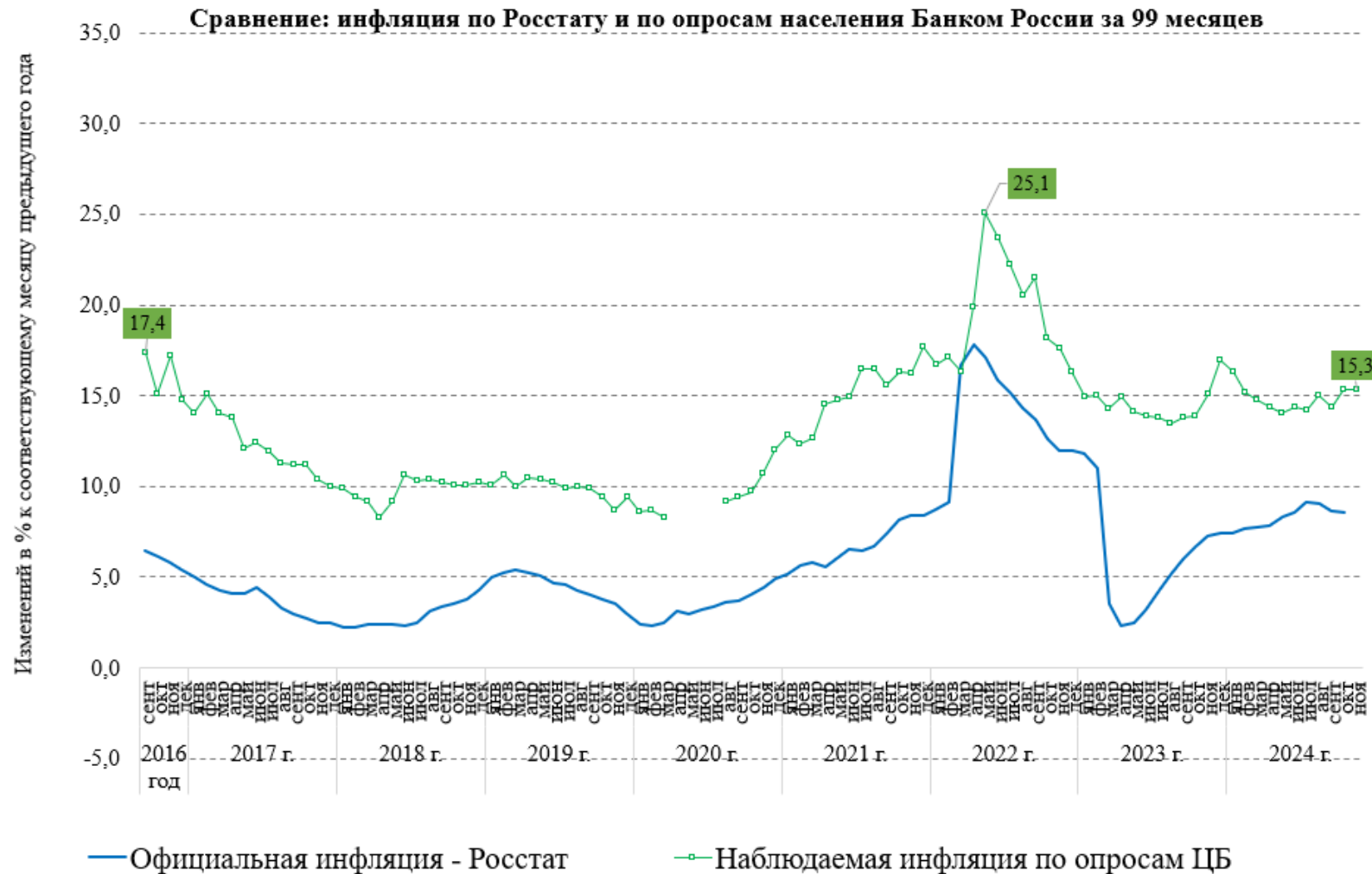
- Какой конкретно показатель инфляции таргетирует Банк России?
- В предшествующие три волны роста КС (с марта 2014 г., сент.2018 г. и марта 2021 г.) Банку России удавалось снизить инфляцию соответственно через 14, 8 и 15 месяцев с первого месяца повышения КС.
- В новой волне роста КС с июля 2023 г. инфляция начала тормозиться с 14-го месяца (августа 2024 г.) Однако в ноябре 2024 г. она вновь ускорилась.
- Скорее всего, нас ждет самая долгая за все время наблюдений борьба с инфляцией при высокой ключевой ставке.



Источник: расчеты ЛАИФР РАНХиГС

Доверяют ли граждане показателю инфляции?

- С сентября 2016 г. по октябрь 2024 г. расхождение между воспринимаемой населением инфляцией по опросам Банка России и официальной инфляцией составляло 7,2 процентных пункта при средней инфляции 6,1%!
- Расхождение остается стабильным и очень значительным Почему?
- Один из ответов: дефицит альтернативных независимых оценок инфляции



Источник: расчеты автора

Принцип «Бритвы Оккама»

- Можно ли с умеренными трудозатратами создать собственные ценовые индексы, дающие существенную дополнительную информацию о инфляции?
- Из сферы финансов: известны эффективные и простые методы прогнозирования долгосрочной доходности акций (модели Джона Бogle, Уоррена Баффетта или Роберта Шиллера)
- Статья о этом Дж. Бogle в Journal of portfolio management в 2015 г. называлась: «Бритва Оккама: оценка разумных ожиданий по поводу доходности финансового рынка».

nt 2015.42.1:119-134. Downloaded from www.ijournals.com by Alexander Abramov on 11/16/15.
s of this article, forward to an unauthorized user or to post electronically without Publisher permission.

JOHN C. BOGLE
is the founder and former chairman of the Vanguard Group and president of Vanguard's Bogle Financial Markets Research Center in Valley Forge, PA.
john.c.bogle@vanguard.com

MICHAEL W. NOLAN, JR.
is senior investment analyst at Vanguard's Bogle Financial Markets Research Center in Valley Forge, PA.
michael_nolan@vanguard.com

Occam's Razor Redux: *Establishing Reasonable Expectations for Financial Market Returns*

JOHN C. BOGLE AND MICHAEL W. NOLAN, JR.

In three articles published in this journal, Bogle [1991a, 1991b, 1995] presented a new, simple methodology for establishing reasonable expectations for returns on the two primary financial assets—stocks and bonds—over decade-long periods. In the first of these articles, Bogle noted that Occam's razor, the fourteenth-century postulate of Sir William of Occam, had inspired his methodology. His rule suggested, in substance, that the simplest solution to a problem is the solution most likely to be correct, and that problems should not be complicated more than necessary ("the law of parsimony").

In this article, we review the models first presented in those earlier articles and

of John Maynard Keynes, originally cited in Bogle's 1951 honors thesis at Princeton University (Bogle, 2001). In Chapter 12 of his *General Theory of Employment, Interest, and Money*—"On the State of Long-Term Expectations"—Keynes had also described the value of simplicity. There, Keynes warned, "it is dangerous to apply to the future inductive arguments based on past experience, unless we can distinguish the broad reasons for what the past was" (Keynes, 1936).

Keynes' solution was Occam-like. We must consider the sources of stock returns. He enumerated just two: enterprise and speculation. Enterprise refers to the actual business results of corporations—the stuff of

Эксперимент из 7 локальных индексов

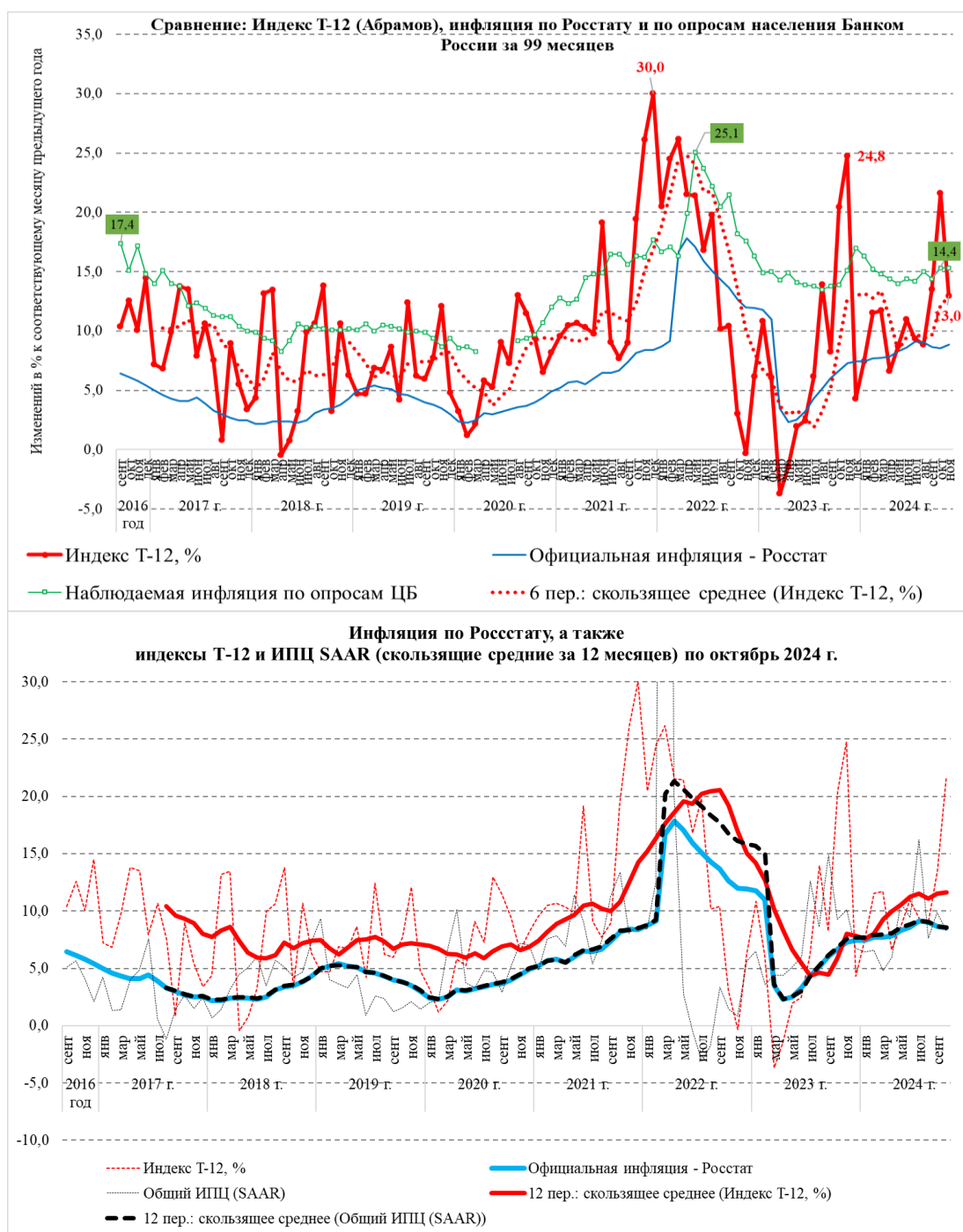
- **Индекс Т-12:** 12 популярных продуктов в стандартных упаковках в 3-х московских супермаркетах – Ашане, шаговой доступности и более стоимостном сегменте). Ежемесячный, г/г. Значения с сентября 2016 г.
- Индексы **Овощная тарелка - 12** и **Фруктовая тарелка – 15:** цены основного ассортимента овощей и фруктов в московском Ашане. Ежемесячный, г/г. Значения с апреля 2018 г.
- **Бензиновый индекс** – рост цен на 92, 95 бензин и дизельное топливо на двух московских АЗС Роснефти. Ежемесячный, г/г. Значения с мая 2019 г.
- **Индекс куриных яиц в Ашане** – рост цен на яйца «Окские» категории С1 и С0. Ежемесячный, г/г. Значения с июня 2018 г.
- **Индекс текущей инфляции Т-22** (22 продуктовых товара в Ашане, преимущественно овощи-фрукты). Еженедельный н/н и г/г. Значения с марта 2022 г.
- **Индекс Мишек** (из 14 товаров в Ашане). Еженедельно публикуется Gazeta.ru. Еженедельный н/н. Значения с апреля 2024 г.



Указанные индексы не являются альтернативой официальным показателям инфляции, они носят явно выраженный локальный аналитический характер!

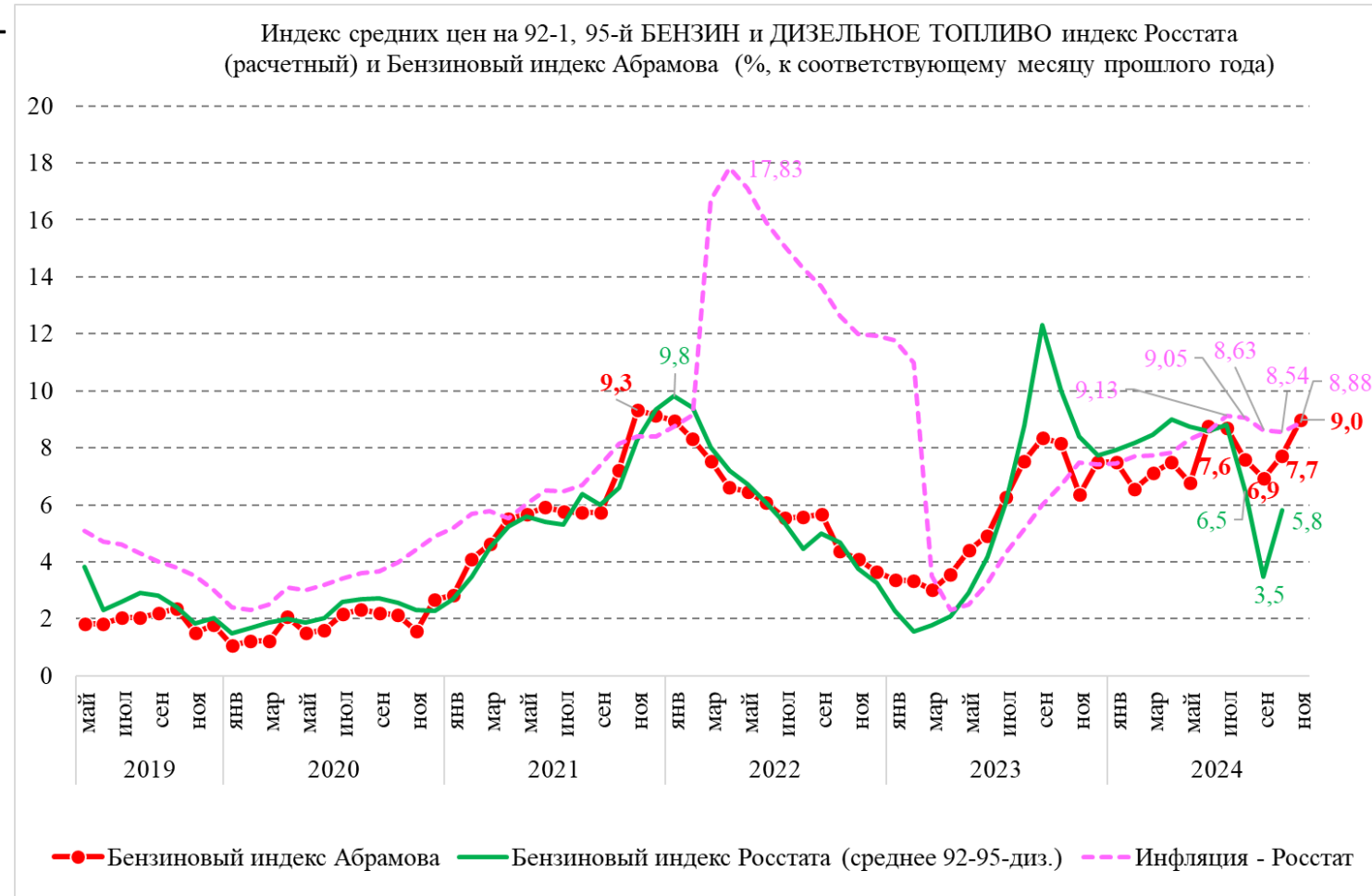
Ценность индекса Т-12

1. Успокоительная: цены разных товаров у Росстата и реально на прилавках не так уж расходятся.
2. Индекс Т-12 хорошо предсказывает тренды динамики официальной инфляции. Доступен на 2 недели раньше публикации данных Росстата.
3. Т-12 (рис. вверху) показывает, что инфляция наиболее популярных продуктовых товаров обычно выше инфляции Росстата. Среднемесечные значения за период с сентября 2016 г. по ноябрь 2024 г.: воспринимаемой инфляции 13,4%, Т-12 9,8%, официальной инфляции 6,1%.
4. Скользящая средняя за 12 месяцев Т-12 хорошо воспроизводит официальную инфляцию с некоторым гэпом (рис. внизу).



Особенность Индекса бензиновой инфляции

- Бензиновый индекс (средний рост цен на 92-й и 95-й бензин, а также дизельное топливо, на двух одних и тех же московских АЗС) хорошо предсказывает общий уровень инфляции. На графике он показан красной кривой, официальная инфляция - фиолетовой.
- В 2023 г. бензиновый индекс за декабрь предсказал годовой уровень инфляции на уровне 7,5% при фактической инфляции 7,4%.
- В ноябре текущего года он показывает заметный рост топливной инфляции (г/г) до 8,97%, показатель инфляции Росстата 8,88%.
- Предсказательной силе бензинового индекса есть экономическое объяснение. Цены московских АЗС Роснефти отражают тот уровень общей инфляции, который таргетирует Минфин через топливный демпфер.

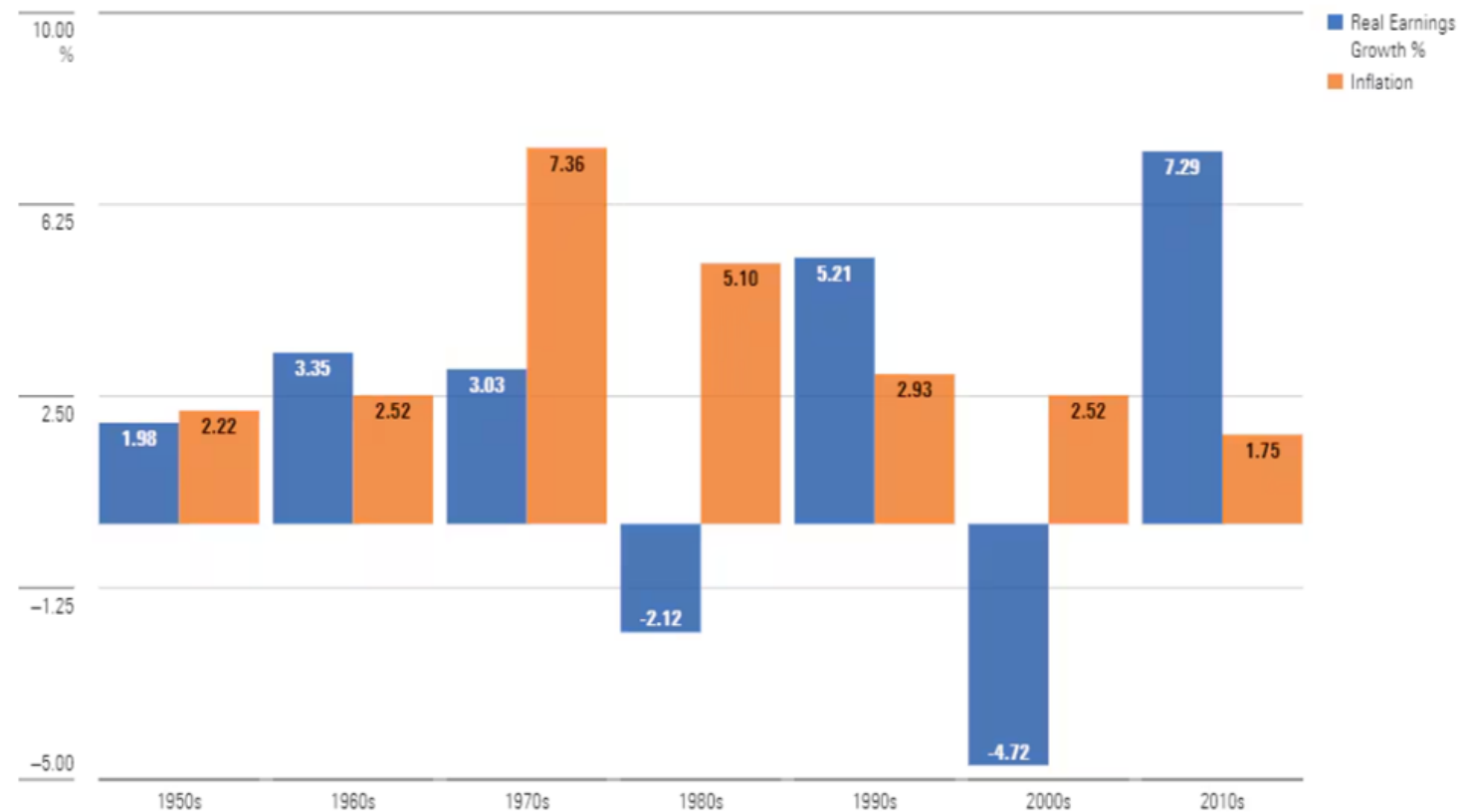


Сбережения: акции и инфляция

- Обычно акции остаются привлекательными вложениями в условиях повышенной инфляции.
- На примере роста чистой прибыли компаний индекса S&P 500 с 1950 г. по 2020 г. показано, что в среднем данный показатель составляет 67% от уровня инфляции (Morningstar, 2022).
- Корпорации компенсируют ущерб от инфляции, повышая цены на свою продукцию.

Real Earnings Growth and Inflation, by Decade

(Annualized real S&P 500 earnings growth and inflation %)



Акции справляются с умеренным ростом ставок ФРС

Interest Rate Hikes and the Market

Morningstar U.S. Market Performance After the First Fed Rate Hike

Date of first 0.25% rate hike	Morningstar U.S. Market performance		
	Next 3 months	Next 6 months	Next 12 months
February 4, 1994	-5.38	-4.11	1.23
March 25, 1997	12.51	20.86	41.04
June 30, 1999	-5.17	8.72	10.4
June 30, 2004	-1.35	8.8	8.83
December 16, 2015	-0.58	2.88	13.51
<i>Average</i>	<i>0.01</i>	<i>7.43</i>	<i>15.00</i>

Source: Morningstar Direct. Returns shown in TR USD.

- Как правило, после начала роста ставок доходность акций падает лишь в первые 3 месяца. По итогам итогом 12 месяцев в 5 рассматриваемых случаях наблюдался устойчивый рост доходности 15 марта 2022 г.).

<https://www.morningstar.com/articles/1084068/what-a-fed-rate-liftoff-means-for-stocks>

Влияние повышения ставок на индекс Московской биржи

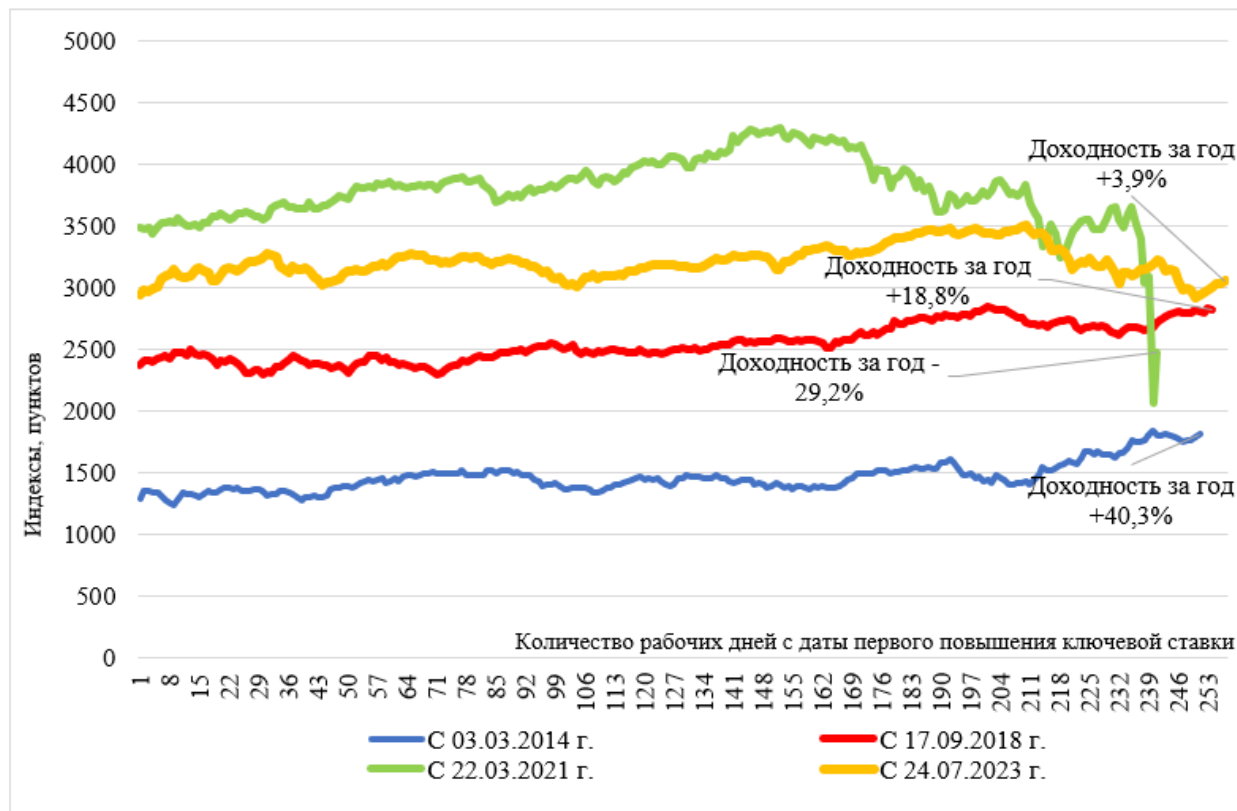


Рис.2. Значение индекса Московской биржи в течение одного календарного года с даты первого повышения ключевой ставки Банком России

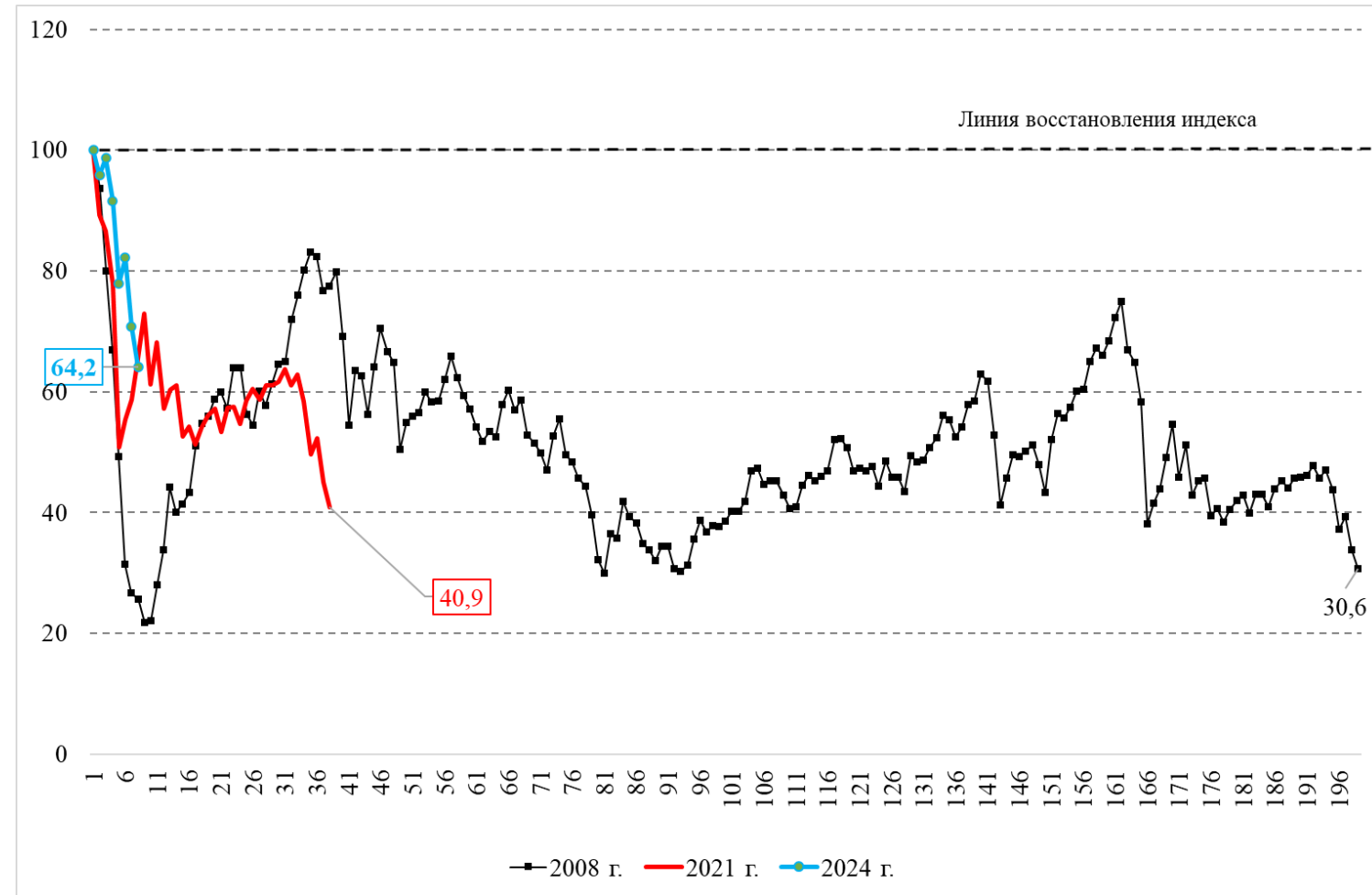
Источник: расчеты Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС

- Рост ключевой ставки Банка России, как правило, не сказывается на снижении доходности (котировок акций).
- Как показано на графике, во всех четырех эпизодах долгосрочного повышения ключевой ставки в 2013-2024 гг. на годовом горизонте снижения индекса Московской биржи не наблюдалось.
- Падение американского рынка акций в 2022 г. на -19,5% и российского индекса РТС на -35,8% с **мая 2024 г.** носят аномальный характер из-за резкого повышения ставок до аномального уровня. За этим неизбежно следует восстановление цен акций

Ключевой риск для сбережений в России – нестабильность рынка

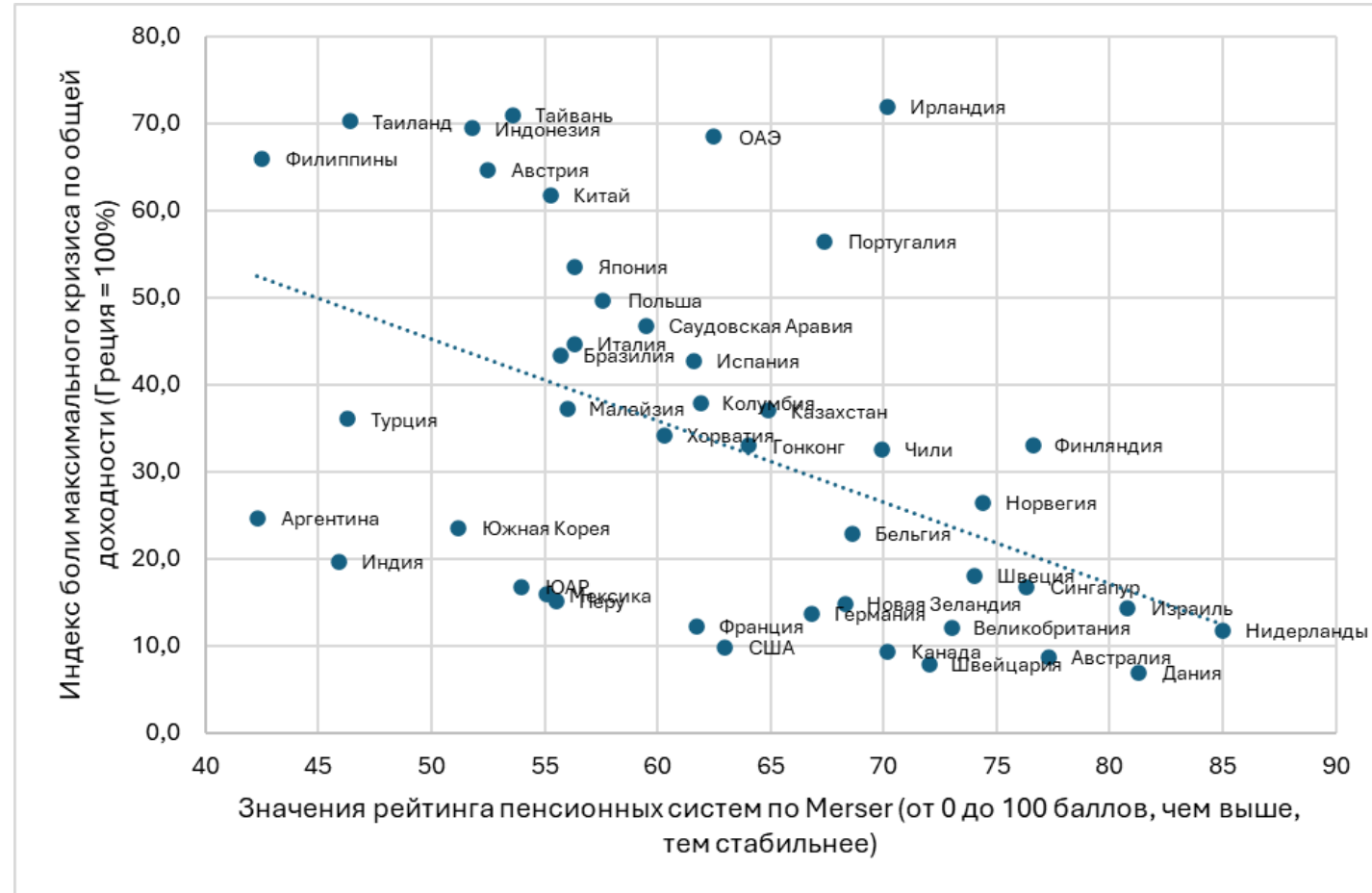
- За 30 лет существования российский рынок акций пережил 6 кризисов
- Из 6 три кризиса рынка акций являются незаконченными. Значение индекса РТС в ноябре 2024 г. составляло лишь 30,6% значения предкризисного пика 2008 г., 40,9% пика 2021 г. и 64,2% апреля 2024 г.
- При такой нестабильности трудно строить систему внутренних долгосрочных сбережений.

Изменения индекса РТС по отношению к его пиковым значениям в мае 2008 г. октябре 2021 г. и апреле 2024 г. на временном горизонте, измеряемом в количестве месяцев, по состоянию на 30 ноября 2024 г., в % (пик = 100%)



Без долгосрочной стабильности рынка не создать надежной системы сбережений

- Мы сопоставили рэнкинг стабильности пенсионных систем в 2023 году с индексом силы кризисов наиболее значительного кризиса для каждой страны. Это показатель учитывает не только глубину, но и длительность кризиса, что делает его подходящим для сопоставления. Корреляция между двумя показателями оказалась достаточно высокой и составила -0,48.
- Это подчеркивает важность стабилизации финансовых рынков для долгосрочных сбережений граждан



Примечание: источник - расчеты авторов по данным MSCI за весь период наблюдений и Mercer за 2023 год

Рис. Зависимость стабильности пенсионных систем и стабильности финансовых рынков

Краткие выводы

- 2024 г. заканчивается с ожидаемой инфляцией более 9% и ключевой ставкой, вероятно, 23%
- Перспективы на 2025 г. неопределенны, прогнозы МЭР и Банка России противоречивы. Вероятно, нас ожидает инфляция на уровне 6-7%, со средней ключевой ставкой 20-23% и экономическим ростом 1,5-2,0%.
- Население в полной мере не доверяет официальным индикаторам инфляции, людям непонятно, какой именно индикатор инфляции таргетирует Банк России.
- Высокая КС подрывает финансовый рынок: за 11 месяцев 2024 г. полная номинальная доходность индекса РТС составила -32,9%, широкого индекса ОФЗ RGBITR -10,3%, смешанной стратегии 60/40 -9,2%.
- Частые кризисы на рынке акций, из которых 3 являются незаконченными, ограничивают возможности внутренней системы сбережений.
- Именно долгосрочная стабильность финансового рынка должна становиться приоритетом финансового регулирования.

Спасибо за внимание!

Лаборатория анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС,
наши открытые аналитические ресурсы в сети «Интернет»: <https://aea.ru>
Информация о индексах публикуется на Телегам канале: <https://t.me/AbramovAle>