

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
(БАНК РОССИИ)**

Обзор инфляции

II квартал ♦ 2004 год

Динамика основных показателей инфляции	1
Динамика монетарных показателей как фактор инфляции	16
Динамика показателей финансовых рынков с точки зрения развития инфляционных процессов	23
Статистическое приложение	26

**ДЕПАРТАМЕНТ
ИССЛЕДОВАНИЙ И ИНФОРМАЦИИ**

Динамика основных показателей инфляции

Согласно информации Федеральной службы государственной статистики, за первое полугодие 2004 г. потребительские цены возросли на 6,1% (за январь-июнь 2003 г. - на 7,9%). Меньшее повышение цен за первые шесть месяцев года последний раз наблюдалось в 1998 г. (на 4,1%).

За II квартал 2004 г. потребительские цены повысились на 2,5% (за I квартал - на 3,5%), в том числе: в апреле - на 1,0%, в мае - на 0,7%, в июне - на 0,8%. В июне 2004 г. по сравнению с соответствующим месяцем предыдущего года инфляция на потребительском рынке составила 10,1% (в июне 2003 г. - 13,9%).

Базовая инфляция в первом полугодии 2004 г. составила 4,3% (в январе-июне 2003 г. - 4,7%). В I квартале прирост цен на товары, входящие в расчет базовой инфляции, составил 2,4%, во II квартале - 1,8%.

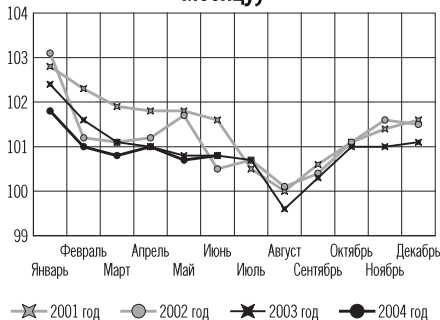
В июне 2004 г. по сравнению с соответствующим месяцем прошлого года

базовая инфляция составила 10,9% (в июне 2003 г. - 10,5%). Наблюдаемый в течение последних двух лет достаточно высокий уровень базовой инфляции преимущественно обусловлен факторами, носящими волатильный, локальный характер и не относящимися к категории долгосрочных.

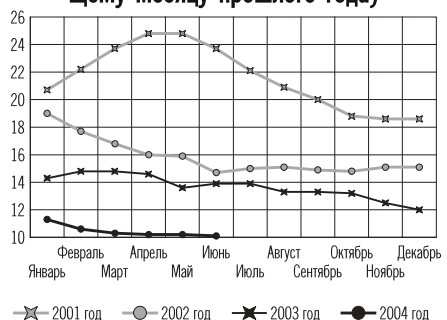
В январе-июне 2004 г. одним из основных факторов замедления роста цен на товары и услуги, входящие в расчет базового индекса потребительских цен, явилось снижение темпов роста цен на непродовольственные товары. В то же время высокий рост цен на продовольственные товары, и прежде всего на хлеб и хлебобулочные изделия, связанный с низким урожаем зерновых в 2003 году, оказывал повышательное воздействие на базовую инфляцию.

Если из базовой инфляции исключить такие продовольственные товары, как хлеб и хлебобулочные изделия, макаронные изделия, муку, динамика цен

Динамика цен на потребительские товары и услуги (в % к предыдущему месяцу)



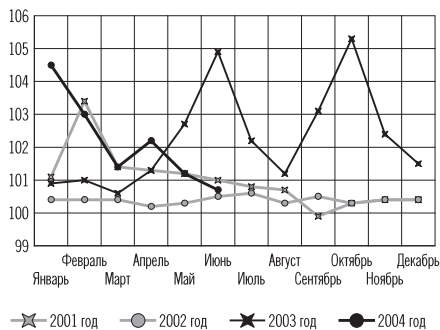
Инфляция за скользящий 12-ти месячный период (в % к соответствующему месяцу прошлого года)



на которые в последние годы отличается высокой волатильностью, то в июне 2004 г. по отношению к декабрю 2003 г. рост такого агрегата составил 3,5%, что на 0,8 процентного пункта меньше уровня базовой инфляции. В аналогичный период 2002 г. в условиях достаточно благоприятной конъюнктуры на рынке зерна наблюдалась противоположная ситуация (рост был на 0,2 процентного пункта выше базовой инфляции).

По оценкам, за счет роста цен на группу товаров и услуг, входящих в расчет базового индекса потребительских

Динамика цен на хлеб и хлебобулочные изделия (в % к предыдущему месяцу)



В 2004 г. ожидается увеличение урожая зерновых в России. По оценкам Министерства сельского хозяйства, валовый сбор зерна в России в 2004 г. ожидается на уровне 73-76 млн. тонн (в 2003 г. - 67,2 млн. тонн), что примерно на 9-13% больше, чем в 2003 году.

О возможном росте валового сбора свидетельствуют данные о ходе уборки зерновых культур, которая проводится в более ранние по сравнению с прошлым годом сроки (на 1 августа 2004 г. скошено 16,9% от общей площади посева зерновых культур, в 2003 г. - 10,9%). При этом средние намолоты зерна составили 32,2 цент-

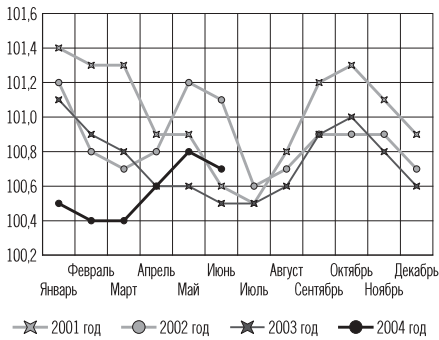
нера с гектара (год назад - 24,6 центнера с гектара). Вместе с тем ситуация с запасами зерна сохраняется напряженной. На 1 июля 2004 г. в сельскохозяйственных, заготовительных и перерабатывающих организациях имелось 6,9 млн. тонн зерна. По сравнению с 1 июля 2003 г. запасы зерна сократились на 25,8% и составляют 75,9% от среднего показателя запасов на эту дату за предыдущие 4 года. По данным заготовительных и перерабатывающих организаций, в наибольшей степени сократились запасы продовольственной ржи (на 58,1%) и риса (на 73%).

Таблица 1

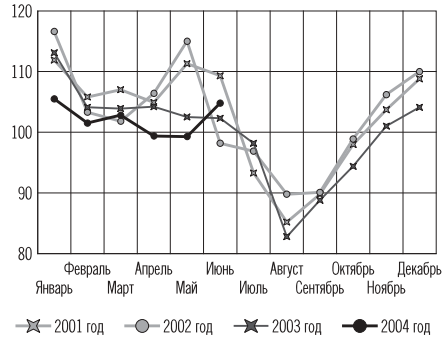
Интенсивность инфляционных процессов на потребительском рынке в целом (%)

	Прирост за январь-июнь 2004 г.	Прирост за январь-июнь 2003 г.	Характеристика процесса
Цены на товары и услуги, входящие в расчет базовой инфляции В том числе:	4,3	4,7	Замедление в 1,1 раза
- на продовольственные товары без плодоовощной продукции	5,2	4,4	Ускорение в 1,2 раза
- на непродовольственные товары	3,4	4,6	Замедление в 1,4 раза
Цены и тарифы на платные услуги населению В том числе:	11,0	15,6	Замедление в 1,4 раза
- на услуги, цены и тарифы на которые регулируются на федеральном или региональном уровнях	13,3	18,7	Замедление в 1,4 раза
Цены на плодоовощную продукцию	13,9	33,7	Замедление в 2,4 раза

Динамика цен на непродовольственные товары (в % к предыдущему месяцу)



Динамика цен на плодоовощную продукцию (в % к предыдущему месяцу)



цен, в первом полугодии 2004 г. было получено 3,5 процентного пункта, или 57,2%, общего прироста цен на потребительском рынке против 3,8 процентного пункта, или 47,9%, за аналогичный период 2003 года.

За первое полугодие 2004 г. **непродовольственные**

товары подорожали на 3,4% (за соответствующий период 2003 г. - на 4,6%). Меньший рост цен на непродовольственные товары за шесть месяцев наблюдался последний раз в 1998 г. (на 1,3%). При этом во II квартале 2004 г. цены на непродовольственные

Таблица 2

Интенсивность инфляционных процессов на рынке продовольственных товаров (%)

	Прирост за январь-июнь 2004 г.	Прирост за январь-июнь 2003 г.	Характеристика процесса
Хлеб и хлебобулочные изделия	13,6	11,8	Ускорение в 1,2 раза
Крупа и бобовые	7,3	14,5	Замедление в 2,0 раза
Макаронные изделия	10,6	4,1	Ускорение в 2,6 раза
Мясо и птица	6,9	1,1	Ускорение в 6,3 раза
Рыба и морепродукты	2,1	8,9	Замедление в 4,2 раза
Молоко и молочная продукция	1,6	0,5	Ускорение в 3,2 раза
Масло сливочное	-0,9	0,8	-
Масло подсолнечное	-0,8	2,6	-
Сахар-песок	4,4	3,7	Ускорение в 1,2 раза
Алкогольные напитки	5,4	5,7	Замедление в 1,1 раза

товары росли более высокими темпами (на 2,1%), чем в I квартале (на 1,4%). После незначительного роста цен на автомобильный бензин в I квартале 2004 г. (на 0,6%) в течение II квартала рост цен на этот товар постоянно ускорялся (в апреле по отношению к предыдущему месяцу цены возросли на 1,9%, в мае - на 4,6%, в июне - на 6,6%). Столь значительное увеличение цен в определенной мере объясняется высокими мировыми ценами на энергоносители. За первое полугодие среди основных непродовольственных товаров более всего подорожал автомобильный бензин - на 14,2% (за январь-июнь 2003 г. - на 8,4%), трикотажные изделия - на 3,8%, одежда и белье - на 3,3%. По основным видам непродовольственных товаров прирост цен был меньше, чем в январе-июне 2003 года. При этом наблюдалось снижение цен на телерадиотовары (на 1,0%).

По оценкам, в первом полугодии 2004 г. за счет роста цен на непродовольственные товары было получено 0,9 процентного пункта, или 15,3% общего прироста потребительских цен, против 1,3

процентного пункта, или 16,0%, в январе-июне предыдущего года.

По итогам первого полугодия текущего года темпы роста цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции были выше, чем на непродовольственные товары.

Продовольственные товары в целом в первом полугодии подорожали на 6,0% (за соответствующий период 2003 г. - на 7,4%), в I квартале - на 3,8%, во II квартале - на 2,1%.

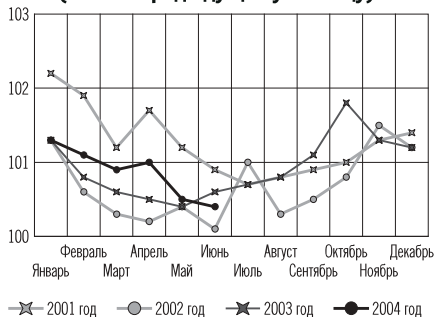
Прирост цен на продовольственные товары без учета плодоовощной продукции за первое полугодие был равен 5,2% (за соответствующий период 2003 г. - 4,4%). При этом за I квартал текущего года прирост составил 3,2%, за II квартал - 1,9%.

По итогам полугодия за счет роста цен на эту группу товаров было обеспечено 2,6 процентного пункта, или 42,2% общего прироста цен на потребительском рынке, против соответственно 2,2 процентного пункта и 28,1% в январе-июне 2003 года.

В течение II квартала замедлился рост цен на хлеб и хлебобулочные изделия (в апреле прирост составил 2,2%, в мае - 1,2%, в июне - 0,7%), что, в частности, может быть связано с более благоприятными видами на урожай. Посевная площадь зерновых культур под урожай текущего года увеличилась по сравнению с 2003 г. на 4,1%.

Тем не менее по итогам первого полугодия 2004 г. среди продовольственных товаров без плодоовощной продукции наиболее значительно подорожали хлеб и хлебобулочные изделия (на 13,6%), макаронные изделия (на 10,6%). Прирост цен на эти товары по сравнению с аналогичным периодом 2003 г. уско-

Динамика цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции (в % к предыдущему месяцу)



рился в 1,2 и 2,6 раза соответственно. Это связано с низким урожаем зерновых в 2003 г. в России и Европе и повышением цен реализации, которые в первом полугодии 2004 г. возросли на 26,4% (в январе-июне 2003 г. - на 11,3%) в условиях сохранения напряженности с запасами зерна. При этом производство хлеба и хлебобулочных изделий уменьшилось на 3,6%.

По итогам первого полугодия цены на мясо и птицу возросли на 6,9% (за аналогичный период 2003 г. - на 1,1%). На ускорение роста цен по сравнению с прошлым годом повлияло увеличение цен реализации скота и птицы в январе-июне 2004 г. на 10,6% (в соответствующий период 2003 г. они возросли на 0,1%).

По некоторым продовольственным товарам рост цен замедлился по сравнению с первым полугодием 2003 г. (по рыбе и морепродуктам - в 4,2 раза, по крупе и бобовым - в 2,0 раза). По итогам периода наблюдалось снижение цен на подсолнечное (на 0,8%) и на сливочное масло (на 0,9%).

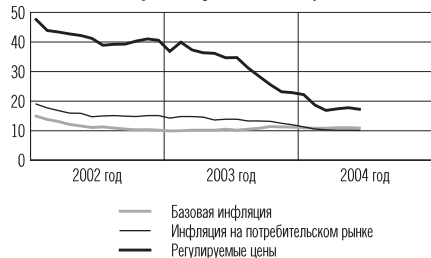
Динамика цен на продовольственные товары складывалась в значительной степени под воздействием роста цен производителей в пищевой промышленности, которые за первое полугодие 2004 г. повысились на 7,2% (за январь-июнь 2003 г. - на 5,0%), и в сельском хозяйстве. Прирост цен реализации сельскохозяйственной продукции за шесть месяцев 2004 г. составил 9,5% (за январь-июнь 2003 г. - 1,9%).

За первое полугодие текущего года цены на **плодоовощную продукцию** повысились на 13,9% (за аналогичный период 2003 г. - на 33,7%). Это самый низкий показатель для этого периода за

предыдущие десять лет. После снижения цен в апреле и мае соответственно на 0,6 и 0,7% в июне 2004 г. цены на плодоовощную продукцию возросли на 4,8%. По оценкам, в первом полугодии 2004 г. за счет роста цен на плодоовощную продукцию общий уровень инфляции повысился на 0,7 процентного пункта, или на 11,8%. В январе-июне 2003 г. прирост потребительских цен за счет роста цен на плодоовощную продукцию составил 1,8 процентного пункта, или 22,2%.

Цены и тарифы на **платные услуги населению** за первое полугодие возросли на 11,0% против 15,6% за соответствующий период 2003 года. При этом в I квартале они увеличились на 6,4%, во II квартале - на 4,4%. На замедление темпов роста цен на платные услуги оказало влияние **замедление роста административно регулируемых цен на услуги населению**. Эти цены в июне 2004 г. по отношению к декабрю 2003 г., по оценкам, возросли на 13,3% против 18,7% годом ранее. В структуре регулируемых цен, прежде всего, следует отметить замедление роста цен на услуги жилищно-коммунального хозяйства.

Динамика инфляции на потребительском рынке, базовой инфляции и регулируемых цен (в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Тарифы на услуги жилищно-коммунального хозяйства повысились за шесть месяцев текущего года на 18,6% (в январе-июне 2003 г. - на 23,7%). Прирост тарифов на услуги пассажирского транспорта составил за первое полугодие 10,9% (в соответствующий период 2003 г. - 11%). В первом полугодии 2004 г. замедлились темпы роста цен на многие виды услуг, кроме услуг организаций культуры и дошкольного воспитания, подорожавших соответственно на 8,7 и 12,5% против 8,1 и 10,3% в соответствующий период прошлого года. Тарифы на услуги связи снизились на 2,3%. Это первое снижение тарифов в рассматриваемый период за последние десять лет.

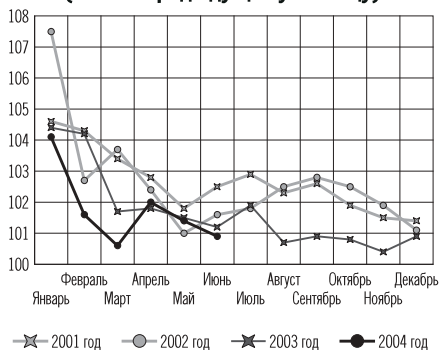
Увеличение цен на платные услуги населению в первом полугодии 2004 г. значительно превысило общий рост цен на товары, составивший 4,9%. За счет роста цен на платные услуги в январе-июне 2004 г. было получено, по оценкам, 1,9 процентного пункта, или 30,7%, общего прироста цен на потребительском

рынке против 2,7 процентного пункта, или 33,7%, в январе-июне 2003 года.

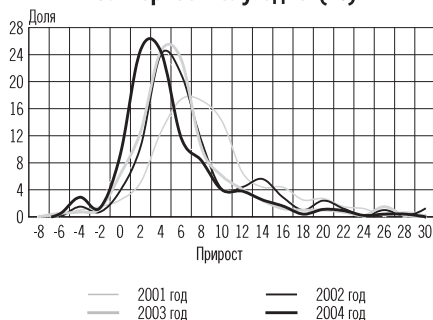
Анализ распределения приростов цен на товары и услуги за первую половину 2001-2004 гг. по выборке, состоящей из более чем 400 видов потребительских товаров и услуг без учета их весовых коэффициентов в потребительских расходах, показал постоянное снижение среднего уровня прироста цен¹. При этом снижение в каждом году имело свои особенности.

В первом полугодии 2003 г. по сравнению с январем-июнем 2002 г. снижение инфляции происходило за счет уменьшения доли товаров и услуг с достаточно высоким уровнем прироста цен. Данное явление характеризует процесс выравнивания ценовой динамики между отдельными группами товаров и услуг и является отражением макроэкономической стабильности. При этом диапазон прироста цен основной массы потребительских товаров и услуг в 2003 г. практически не изменился, на что указы-

Динамика цен на услуги (в % к предыдущему месяцу)



Распределение приростов цен на потребительские товары и услуги за первое полугодие (%)



¹ Представленное на рисунке распределение приростов цен построено на основе сглаженной гистограммы. При этом было использовано 20 диапазонов приростов (ширина диапазона - 2%).

вает относительная неизменность величины медианы распределения (5,3% против 5,6% в 2002 г.).

В первом полугодии 2004 г. ситуация несколько изменилась. Снижение инфляции происходило за счет замедления роста цен на товары и услуги основного диапазона прироста, что характеризует действенность процессов снижения инфляции, так как замедление роста цен происходило по достаточно большому кругу товаров и услуг.

Позитивной характеристикой инфляционных процессов являлось наблюдаемое сближение темпов роста относительных цен на продовольственные и непродовольственные товары, а также услуги. Тем не менее, как представляется, этот процесс не приобрел пока устойчивого характера.

За первые шесть месяцев 2004 г. прирост цен (в среднем по выборке) был наибольшим на услуги, а наименьшим - на непродовольственные товары. При этом величины медиан, отражающие приросты цен для основной массы продовольственных и непродовольственных товаров, отличались незначительно.

Из статистического анализа приростов цен на продовольственные товары следует, что среднее по выборке снизилось в первом полугодии 2004 г. из-за замедления роста цен на плодоовощную продукцию.

При этом, с одной стороны, происходило сужение диапазона приростов цен по основной массе продовольственных товаров, что отражает уменьшение различия динамики цен между продуктами. С другой стороны, в первом полугодии была относительно высокой доля това-

ров, соответствующих диапазону приростов в 9-12%, в силу значительного роста цен на хлеб, хлебобулочные и макаронные изделия из-за неурожая зерновых в 2003 г. и сохраняющейся напряженности с запасами зерна в текущем году. Также в этот диапазон приростов вошла мясная продукция², хотя динамика цен на данную группу товаров в январе-июне 2003 г. была достаточно умеренной.

Распределение приростов цен на непродовольственные товары характеризуется ярко выраженным максимумом и небольшой дисперсией. Таким образом, приросты цен на основную массу товаров данной группы лежат в узком диапазоне. Так, за первое полугодие 2004 г. на долю товаров, прирост цен на которые составлял 0-6%, приходилось 81,4% от всей номенклатуры непродовольственных товаров. За аналогичный период 2003 г. основной диапазон прироста цен составлял 2-8%, на долю которого приходилось соответственно 80,8% товаров.

В первой половине 2004 г. снижение темпов роста цен на данную группу товаров в среднем было обеспечено за счет замедления роста цен на непродовольственные товары основного диапазона прироста. При этом доля товаров, имевших прирост более 6%, оставалась незначительной, что не обеспечивает резерва потенциального снижения инфляции.

Распределение приростов цен на услуги за первое полугодие 2004 г. характеризуется тремя локальными максимумами. Первый из них соответствует диапазону 7-9% прироста цен и характеризует динамику цен основной массы услуг

² Без мяса птицы, колбасных изделий и мясных консервов.

на потребительском рынке. Второй локальный максимум отражает относительно низкий рост цен на услуги образования, которые за январь-июнь увеличились на 2,4%. Особенностью 2004 г. являлось формирование третьего локального максимума, соответствующего дефляционному диапазону прироста, в который вошли услуги связи.

Факторы инфляции

Потребительские цены в первом полугодии 2004 г. формировались под воздействием комплекса факторов.

Внешнеэкономическая конъюнктура

От внешнеэкономической конъюнктуры зависит не только динамика производства и цен в отраслях экономики, но и поступление валютной выручки на внутренний валютный рынок страны.

Средний уровень цен на мировых рынках на основные товары российского экспорта с учетом его структуры, по оценкам Банка России, в первом полугодии 2004 г. по сравнению с первым полугодием 2003 г. повысился на 12,1%. Нефть сорта "Юралс" подорожала на 15,3%, бензин - на 22,7%, дизельное топливо - на 13%, мазут - на 1,0%, природный газ в Европе - на 1,6%. Цены на цветные металлы повысились на 34% (алюминий подорожал на 20%, медь - на 67%, никель - на 63%).

В условиях удорожания энергетических и других сырьевых товаров на мировом рынке и имеющегося разрыва между уровнем внутренних и мировых цен сохраняются возможности для увеличения цен отечественными производителями на внутреннем рынке.

Благоприятная ценовая конъюнктура мировых товарных рынков для российских экспортеров и расширение

спроса на товары и услуги, экспортируемые Россией, способствовали росту экспорта и увеличению положительного сальдо баланса торговли товарами и услугами.

В январе-июне 2004 г. по сравнению с январем-июнем 2003 г. экспорт товаров увеличился на 25,1% - до 78,6 млрд. долл., импорт товаров возрос на 24,7% - до 42,3 млрд. долларов. **Активное сальдо торгового баланса** достигло 36,3 млрд. долл. и было на 25,7% больше, чем в январе-июне 2003 г., когда оно равнялось 28,9 млрд. долларов.

Росту экспорта способствовали не только высокие цены, но и увеличение физических объемов вывоза отдельных товаров. Основной вклад в прирост стоимости экспорта в первом полугодии 2004 г. внесли поставки нефти, черных и цветных металлов, а также машин, оборудования и транспортных средств. Увеличился также экспорт нефтепродуктов, природного газа, химического сырья и минеральных удобрений, лесоматериалов. По данным оперативной статистики, доля энергетических товаров в общем объеме экспорта сократилась, доля черных и цветных металлов увеличилась.

Рост импорта происходил преимущественно за счет увеличения закупок товаров инвестиционного назначения (примерно в 1,4 раза). Увеличение ввоза потребительских товаров почти на четверть было в основном результатом роста импорта непродовольственных потребительских товаров, а также отдельных продовольственных товаров.

Условия торговли России с зарубежными странами в январе-июне 2004 г. по сравнению с соответствующим периодом 2003 г., по предварительной оценке, улучшились на 13-14% за счет

Динамика важнейших компонентов платежного баланса (поквартально, млрд. долларов США)



* II кв. 2004 г. - оценка

опережающего роста цен на вывозимые из страны товары.

По предварительной оценке, **активное сальдо счета текущих операций платежного баланса** в первом полугодии 2004 г. относительно первого полугодия 2003 г. увеличилось на 2,9 млрд. долл. - до 22,6 млрд. долл., или 8,8% к ВВП (в первом полугодии 2003 г. - 10,3% к ВВП). Основной причиной его увеличения был значительный прирост экспорта товаров и услуг.

Дефицит счета операций с капиталом и финансовыми инструментами (без учета изменения резервных активов), по предварительным оценкам, возрос с 0,9 млрд. долл. в первом полугодии 2003 г. до 7,8 млрд. долл. в первом полугодии 2004 года. Чистый вывоз капитала частным сектором с учетом несанкционированного вывоза капитала увеличился до 5,5 млрд. долл. (в первом полугодии 2003 г. наблюдался чистый ввоз капитала в объеме 3,8 млрд. долл.).

В первом полугодии 2004 г. чистый приток иностранных инвестиций в частный сектор российской экономики, согласно предварительным оценкам пла-

тежного баланса, увеличился на 7,8% - до 16,6 млрд. долл., в том числе в сектор нефинансовых предприятий - на 44% (до 17,3 млрд. долл.). Приток прямых иностранных инвестиций в сектор нефинансовых предприятий, по оценкам, возрос на 34% - до 8,6 млрд. долл., приток иностранного капитала в форме ссуд и займов в этот сектор увеличился на 19% - до 7,4 млрд. долл., приток капитала в форме портфельных инвестиций составил 1,3 млрд. долл. (в первом полугодии 2003 г. наблюдался отток портфельных инвестиций в объеме 0,6 млрд. долл.).

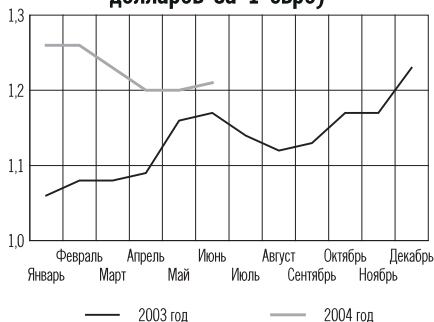
Повышение привлекательности вложений за рубежом способствовало росту вывоза частного капитала из страны. По оценкам, вложения средств в зарубежную экономику в первом полугодии 2004 г. по сравнению с первым полугодием 2003 г. увеличились в 2,3 раза - до 19,2 млрд. долларов. Процесс дедолларизации российской экономики замедлился. Накопления в иностранных банках сектора нефинансовых предприятий и домашних хозяйств в первом полугодии 2004 г., по оценкам, сократились на 2,7 млрд. долл. (в первом полугодии 2003 г. они уменьшились на 3,9 млрд. долл.).

Золотовалютные резервы в первом полугодии 2004 г. возросли на 11,3 млрд. долл. (в первом полугодии 2003 г. - на 16,6 млрд. долл.) и на 1 июля 2004 г. составили 88,2 млрд. долл. США (на 1 июля 2003 г. - 64,4 млрд. долл.). Показатель достаточности золотовалютных резервов для финансирования импорта товаров и услуг к концу первого полугодия 2004 г. возрос до 9,4 месяца по сравнению с 8,6 месяца в конце первого полугодия 2003 года.

Зарубежные финансовые рынки

В январе-июне 2004 г. денежные власти США перешли к политике постепенного повышения процентных ставок с целью сдерживания инфляции. В Великобритании соответствующая политика проводится с осени 2003 года. Краткосрочные процентные ставки в европейском Экономическом и валютном союзе (ЭВС) оставались в среднем ниже, чем в предыдущем году, в Японии - близкими к нулевому уровню. Экономический подъем в развитых странах в сочетании с проблемами бюджетных дефицитов вызвал повышение доходности среднесрочных финансовых активов в ведущих валютах. В результате роста доходности государственных облигаций США в первом полугодии 2004 г. изменились соотношения доходности активов, выраженных в долларах и евро. В июне 2004 г. доходность государственных ценных бумаг США, номинированных в долларах, со сроками до погашения от 2 до 10 лет превысила доходность государственных обязательств ЭВС с аналогичными сроками до погашения с номиналом в евро.

**Курс доллара США к евро
(в среднем за месяц,
долларов за 1 евро)**



В среднем за январь-июнь 2004 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года ослабление доллара США по отношению к евро составило 11%, к фунту стерлингов - 13,2%, к иене - 9,5%, к швейцарскому франку - 6,7%. Обесценение доллара в первом полугодии 2004 г. относительно соответствующего периода 2003 г. обусловлено снижением курса американской валюты в 2003 г., основными причинами которого были существенный дефицит счета текущих операций платежного баланса США, а также стремление экономических властей этой страны использовать ослабление национальной валюты в качестве инструмента воздействия на конкурентоспособность американских товаров, экономическую активность и уровень занятости. Однако в первой половине 2004 г. появились предпосылки к постепенной стабилизации обменных курсов валют, заключавшиеся в более быстром экономическом росте в США по сравнению с зоной евро, а также в увеличении доходности финансовых активов с номиналом в долларах США и переходе ФРС к более жесткой денежно-кредитной политике.

В первом полугодии 2004 г. по сравнению с соответствующим периодом 2003 г. уровень цен акций на фондовых рынках Северной Америки, Европы, Азии и Латинской Америки повысился. Его рост был вызван подъемом мировой экономики и улучшением прогнозов прибыли корпораций. Препятствиями более значительному повышению цен акций на мировых фондовых рынках были обострение напряженности в Ираке и усиление террористической активности в мире, значительный рост цен на мировом рынке нефти, а также ужесточение денежно-кредитной политики в некоторых странах.

Внутреннее предложение и спрос

В первом полугодии 2004 г. динамика инфляции на потребительском рынке складывалась в условиях **высокой производственной и инвестиционной активности**. В первом полугодии 2004 г. по сравнению с январем-июнем 2003 г. выпуск продукции и услуг базовых отраслей возрос на 7,9%. Это самый высокий показатель роста за последние три года (в первом полугодии 2001 г. он составлял 5,6%, в 2002 г. - 3,7%, в 2003 г. - 7,1%). Производство увеличилось в промышленности, строительстве и на транспорте. Значительно возросли обороты розничной и оптовой торговли. В то же время производство продукции сельского хозяйства уменьшилось.

В январе-июне 2004 г. объем промышленного производства увеличился по сравнению с январем-июнем 2003 г. на 7,4% (в первом полугодии 2003 г. - на 6,8%). Высокий рост производства отмечался в инвестиционных отраслях - в машиностроении и промышленности строительных материалов (на 14,9 и на 8,5% соответственно), а также в топливной, химической и нефтехимической промышленности (на 8,2 и на 9,1% соответственно). В первом полугодии 2003 г. наиболее высокие темпы роста были характерны для топливной промышленности и черной металлургии (рост на 10,0 и 9,5% соответственно), в машиностроении производство увеличилось на 7,6%, в промышленности строительных материалов - на 5,6%.

Грузооборот транспорта в первом полугодии 2004 г. увеличился по сравнению с январем-июнем 2003 г. на 7,3% (в первом полугодии 2003 г. - на 7,5%). При этом грузооборот железнодорожного транспорта возрос на 8,7%, автомобиль-

ного - на 5,5%, трубопроводного - на 7,8%.

В первом полугодии 2004 г. повысилась хозяйственная активность в строительстве. Объем строительных подрядных работ, выполненных в январе-июне 2004 г., превысил соответствующий показатель предыдущего года на 14,2% (в первом полугодии 2003 г. - на 14,3%).

В то же время объем продукции сельского хозяйства в первом полугодии 2004 г. уменьшился по отношению к первому полугодию предыдущего года на 1,2% (в первом полугодии 2003 г. - на 0,3%).

Для анализа инфляции важным является оценка потенциального экономического роста (выпуск товаров и услуг), поскольку увеличение выпуска темпами, превышающими рост потенциального выпуска, может свидетельствовать об избыточности спроса и усилении инфляционного давления в экономике. Потенциальный выпуск товаров и услуг характеризует возможности экономики со стороны предложения. Разрыв производства (output gap) определяется как процентная разность между фактическим и потенциальным значением выпуска.

Для российской экономики наиболее оправданным, с учетом проблем статистического характера и особенностей в оценке производственных факторов, является экспертный подход в определении потенциального выпуска, разрыва производства и его влияния на динамику цен. По оценкам, в настоящее время темпы роста потенциального выпуска выше, чем фактического. Наличие отрицательного разрыва способствует постепенному снижению инфляции.

В первом полугодии текущего года сохранился **высокий рост инвестици-**

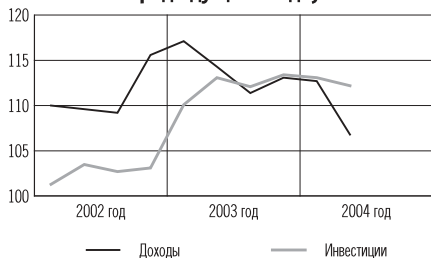
онного и потребительского спроса.

Инвестиции в основной капитал возросли на 12,6% по сравнению с первым полугодием предыдущего года (в январе-июне 2003 г. - на 11,8%).

Реальные располагаемые денежные доходы населения в первом полугодии 2004 г. по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года увеличились на 9,8% (в аналогичный период 2003 г. - на 15,6%). При этом во II квартале 2004 г. по сравнению со II кварталом 2003 г. они возросли на 7,2% против 14,3% годом ранее.

Продолжившееся увеличение денежных доходов населения способствовало увеличению потребительских расходов (в январе-июне 2004 г. по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года они возросли в реальном выражении, по оценкам, на 10,8% против 9,6% в январе-июне 2003 года). При этом в структуре использования денежных доходов по сравнению с первым полугодием 2003 г. доля расходов на покупку товаров и услуг увеличилась. Это оказывало повышательное давление на динамику потребительских цен.

Динамика реальных располагаемых денежных доходов населения и инвестиций в основной капитал (квартал в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



В первом полугодии 2004 г. **ситуация на рынке труда** несколько улучшилась по сравнению с аналогичным периодом 2003 года. Если по итогам января-июня 2003 г. численность занятых в экономике сократилась, то в первом полугодии текущего года она возросла, численность безработных, напротив, в текущем году сократилась (в первом полугодии 2003 г. - возросла). Из общей численности экономически активного населения страны в январе-июне 2004 г. количество занятых составило 91,5%, а 8,5% классифицировались в соответствии с методологией МОТ как безработные (в первом полугодии 2003 г. соответствующие показатели были равны 91,3 и 8,7%). По сравнению с первым полугодием прошлого года численность занятого в экономике населения, по оценкам, возросла на 1,2%, а общая численность безработных снизилась на 0,5%.

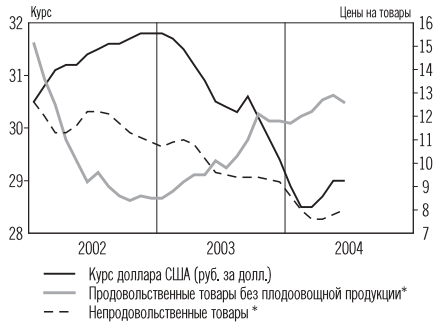
Рост занятости формировал условия для повышения потребительских цен, однако увеличение производительности труда сдерживало этот процесс.

Валютный курс

Позитивную роль в ограничении базовой инфляции продолжала играть проводимая Банком России политика валютного курса. Несмотря на небольшое номинальное обесценение рубля относительно доллара США в марте-июне текущего года, в июне номинальный курс рубля к доллару США был на 1,4% выше, чем в декабре 2003 года.

Номинальное укрепление рубля к доллару США сдерживало рост цен на импортные потребительские товары и, соответственно, на отечественные аналоги. Влияние динамики валютного курса на динамику цен на непродовольственные товары проявлялось заметнее, чем

Динамика курса доллара США к рублю и цен на отдельные группы товаров



на динамику цен на продовольственные товары. Вследствие достаточно высокой конкурентоспособности отечественных продуктов питания на российском рынке (благодаря не только традиционным качественным характеристикам, но и ценовым) влияние динамики валютного курса проявлялось в основном через воздействие на цены производителей в пищевой промышленности, где наиболее высокий среди отраслей промышленности удельный вес используемого импортного сырья. Динамика же цен на непродовольственные товары в силу их недостаточной конкурентоспособности в большей степени подвержена непосредственному влиянию валютного курса.

В I квартале 2004 г. в структуре товарных ресурсов розничной торговли доля товаров, поступивших по импорту, была на 2 процентных пункта меньше, чем в январе-марте 2003 г., и составила 42%, а по продовольственным товарам доля импорта составила 35%, что также на 2 процентных пункта меньше, чем в I квартале 2003 года.

Согласно расчетам, номинальное укрепление рубля к доллару США в первой

половине 2004 г. ограничило рост базовой инфляции в пределах 0,3-0,4 процентного пункта.

Издержки

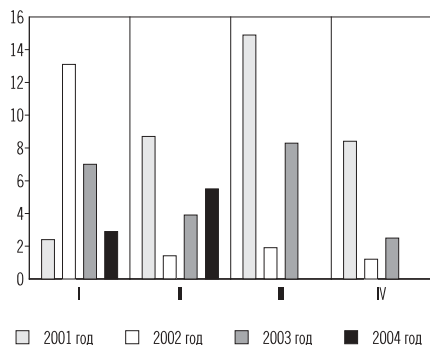
В условиях наращивания объемов промышленного производства ускорился рост цен производителей в отрасли. В первом полугодии текущего года **прирост цен производителей промышленной продукции** превышал прирост цен на потребительском рынке в 2,9 раза (в соответствующий период прошлого года он был в 1,5 раза ниже). За первое полугодие 2004 г. цены производителей промышленной продукции выросли на 17,7% (за январь-июнь 2003 г. - на 5,1%).

В январе-июне текущего года по сравнению с аналогичным периодом 2003 г. ускорился рост цен производителей в пищевой промышленности (до 7,2% против 5,0%), продукция которой непосредственно поступает на потребительский рынок. Это оказывало негативное воздействие на динамику потреби-

Динамика цен производителей в легкой и пищевой промышленности и цен на товары без плодовоовощной продукции (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)



Прирост тарифов на грузовые перевозки (за квартал, %)



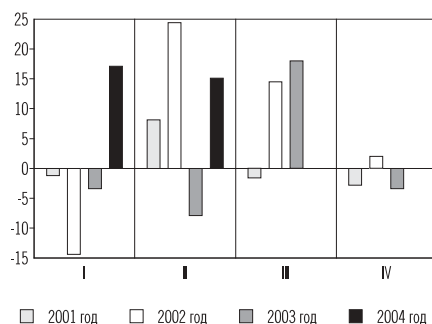
тельских цен. Рост цен в легкой промышленности замедлился до 5,4% против 6,0% в январе-июне 2003 года. Фактором умеренного роста цен явилось наблюдаемое в I квартале 2004 г. повышение рентабельности на крупных и средних предприятиях этой отрасли.

Также ускорился рост цен производителей в строительстве до 6,2% в первом полугодии 2004 г. против 4,9% в январе-июне 2003 г., на что повлияло ускорение роста цен в машиностроении и промышленности строительных материалов. За январь-июнь 2004 г. цены в этих отраслях возросли соответственно на 9,8 и 11,9% (в первом полугодии 2003 г. - на 5,9 и 11,1%).

При снижении объемов производства в сельском хозяйстве отмечалось ускорение роста цен производителей в этой отрасли.

Инфляция на потребительском рынке формировалась также под воздействием **динамики цен в затратнообработывающих отраслях**, оказывающей непосредственное влияние на издержки предприятий. В первом полугодии 2004 г. наблюдался существенный рост

Прирост цен производителей в топливной промышленности (за квартал, %)



цен производителей в топливной промышленности и электроэнергетике, составивший соответственно 34,8 и 11,4% (в январе-июне 2003 г. цены производителей в топливной промышленности снизились на 11,0%, а в электроэнергетике увеличились на 13,0%). Тарифы на грузовые перевозки увеличились за первое полугодие на 8,5% против 11,2% за январь-июнь 2003 года. При этом на железнодорожном транспорте прирост тарифов в первом полугодии 2004 г., как и в 2003 г., составил 12,6%.

Среднемесячная номинальная численная **заработная плата** в первом полугодии 2004 г. составила 6411 рублей против 5048 рублей в январе-июне 2003 г. (рост на 26,1%) и в реальном выражении увеличилась на 14,2% (за соответствующий период прошлого года - на 9,5%).

Как и в предыдущие годы, сохранялась значительная дифференциация в зарплате работников различных отраслей экономики. Наиболее высокий размер зарплаты по-прежнему оставался в топливно-энергетическом комплексе и сфере финансов, кредита и страхования,

наиболее низкий – в сельском хозяйстве и тех отраслях экономики, которые в основном финансируются из государственного бюджета (образование, культура и искусство), а также в легкой промышленности.

Вместе с тем, необходимо отметить, что наиболее высокий рост среднемесячной заработной платы работников крупных и средних предприятий за январь-июнь 2004 г. по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года наблюдался в таких отраслях экономики, как здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение; сельское хозяйство; культура и искусство. Темпы роста заработной платы в электроэнергетике и топливном комплексе были несколько ниже, чем в отраслях социальной сферы, но примерно соответствовали росту в целом по промышленности.

В целом в январе-июне 2004 г. заработная плата росла достаточно высокими темпами, превышающими увеличение производительности труда. При этом по сравнению с соответствующим периодом 2003 г. возрос разрыв между темпами роста реальной заработной платы и производительностью труда, что свидетельствует о несоответствии политики доходов результатам производственной деятельности и предпосылкам для дальнейшего роста цен.

Прочие факторы

По итогам первого полугодия 2004 г. сохранился **профицит бюджета**, что ограничивает заимствования на внутреннем рынке и рост инфляции.

По данным Министерства финансов Российской Федерации, в январе-июне 2004 г. доходы федерального бюджета составили 20,6% ВВП, расходы – 15,9%, профицит федерального бюджета – 4,7% (против 3,1% за соответствующий период прошлого года).

Относительно невысокие **инфляционные ожидания** являлись важным фактором замедления роста цен. По данным Центра экономической конъюнктуры при Правительстве Российской Федерации, согласно опросам, в январе-июне 2004 г. инфляционные ожидания руководителей промышленных предприятий были ниже, чем в первом полугодии 2003 года. В течение этого периода рост цен реализации в ближайшей перспективе прогнозировали 29-34% респондентов (в январе-июне 2003 г. – 31-35% респондентов).

Степень использования производственных мощностей в определенной мере влияет на развитие инфляционных процессов в экономике. Согласно опросам руководителей базовых промышленных предприятий, средний уровень загрузки производственных мощностей на протяжении II квартала 2004 г. составлял 58% (на 1 процентный пункт выше, чем в I квартале), что не представляло существенной угрозы ускорения инфляции. В настоящее время сохраняется резерв неиспользованных мощностей, который может быть задействован в случае расширения спроса на традиционно выпускаемые виды продукции, а также в случае выпуска новых видов продукции.

Динамика монетарных показателей как фактор инфляции

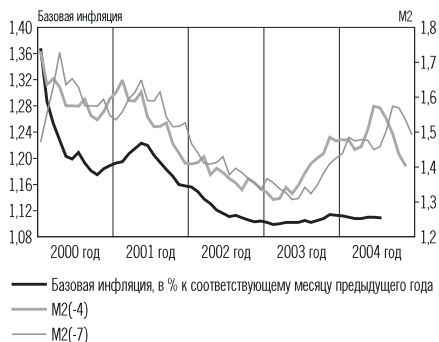
Во II квартале темпы роста денежных показателей замедлились, в результате в целом за первое полугодие 2004 г. динамику денежной массы (учитывая высокие темпы экономического роста) можно характеризовать как умеренную. С марта 2004 г. тенденция ускоренного роста рублевой денежной массы (агрегат M2), наблюдавшаяся с 2003 г., приостановилась, и начала формироваться понижательная траектория динамики агрегата M2 в годовом выражении - на 1.07.04 темпы прироста составили 40,6% против 48,5% годом ранее. В целом за квартал прирост денежной массы составил 7,8% против 18% во II квартале 2003 г.: в апреле и в мае темпы роста рублевой денежной массы были заметно ниже среднего за последние годы уровня, в июне текущего года в соответствии с сезонными особенностями ее прирост был более существенным, чем в предыдущие месяцы.

Указанное замедление роста рубле-

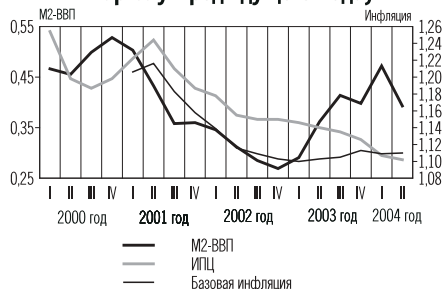
вой денежной массы ослабит ее давление на базовую инфляцию к концу текущего - началу следующего года. При этом кумулятивный эффект высоких темпов роста денежной массы, наблюдававшихся в предыдущие три квартала, может оказать повышающее давление на цены во втором полугодии 2004 года.

В первом полугодии текущего года не наблюдалось усиления инфляционных тенденций и динамика инфляции в целом соответствовала целевой траектории, что связано с увеличением спроса на деньги в условиях более высоких, чем предполагалось ранее, темпов экономического роста. Однако при общем снижении темпов роста потребительских цен по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года уровень базовой инфляции за скользящий 12-месячный период к началу июля 2004 г. практически не снижается, что свидетельствует о наличии определенного потенциального

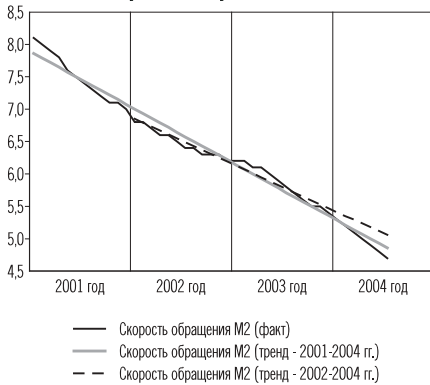
Динамика базовой инфляции и монетарного агрегата M2



Разрыв между динамикой денежной массы и ВВП, базовая инфляция и потребительские цены (квартал к кварталу предыдущего года)



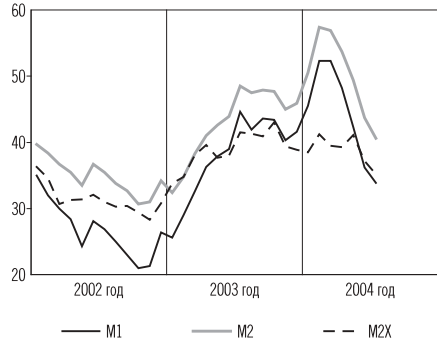
Скорость обращения M2



давления монетарного фактора на формирование общего уровня инфляции в предстоящий период.

Разрыв между темпами увеличения денежной массы M2 и ВВП, характеризующий ту часть монетарного роста, которая превышает объем, необходимый для финансирования возросшего объема транзакций, во II квартале сократился, однако по сравнению с прошлым годом он остается значительным. В этих условиях если снижение скорости обраще-

Годовые темпы прироста денежных агрегатов в 2002-2004 годах (%)



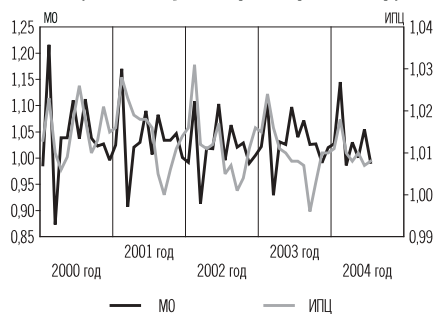
ния денег будет соответствовать балансирующему воздействию на соотношение увеличения денег и объективного роста спроса на них, то динамика базовой инфляции замедлится, что скажется на снижении общего индекса потребительских цен.

Так, более существенное по сравнению с рассчитанным по тренду снижение скорости обращения денег M2 за период с начала года оказывало сдерживающее воздействие на рост цен. Это в опреде-

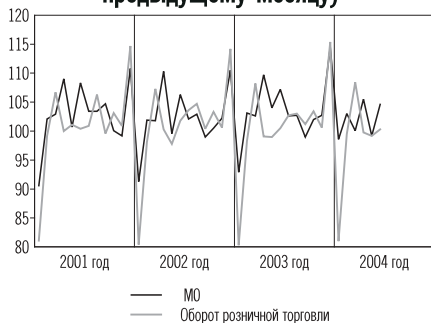
Компоненты агрегата M1 (темпы прироста в годовом выражении, %)



Динамика агрегата M0 (с лагом в 1 месяц) и индекса потребительских цен (в % к предыдущему месяцу)



Динамика агрегата М0 и оборота розничной торговли (в % к предыдущему месяцу)

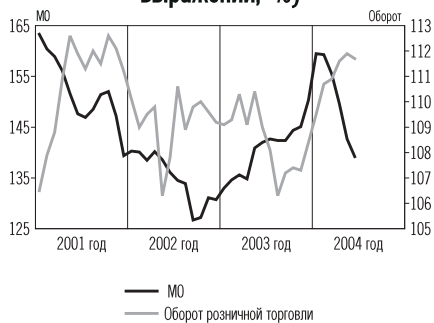


ленной степени объясняет умеренную динамику инфляционных процессов.

Замедление темпов роста в марте и во II квартале было характерно для рублевых денежных агрегатов (M1 и M2). Динамика агрегатов, охватывающих средства в иностранной валюте (M2X и условного широкого агрегата M2Y), была иной. Годовые темпы прироста агрегата M2X, включающего безналичные средства в иностранной валюте, также снизились, но в гораздо меньшей степени - с 41,5% на 1.07.03 до 35,2% на 1.07.04. Траектория темпов прироста в годовом выражении агрегата M2Y (включающего оценку объема наличной иностранной валюты в секторе нефинансовых предприятий и домашних хозяйств) была, напротив, повышательной, однако на 1.07.04 они были ниже по сравнению с соответствующим периодом прошлого года (22,5% против 24%).

Динамика агрегата M1, включающего трансакционные компоненты денежной массы - наличные деньги, средства домашних хозяйств и нефинансовых предприятий на текущих и расчетных счетах и депозиты до востребования, в от-

Наличные деньги М0 и оборот розничной торговли (темпы роста в годовом выражении, %)



личие от аналогичного периода предыдущего года существенно замедлилась: за II квартал 2004 г. темпы прироста в годовом выражении снизились с 48 до 34%.

Это было обусловлено уменьшением темпов роста обоих компонентов трансакционной части рублевой денежной массы. К началу июля темпы прироста М0 были ниже показателей II квартала прошлого года - 39,2% против 42% в годовом выражении. Однако рост доли наличных денег в M1 (с 50,4% на 1.07.03 до 52,4% на соответствующую дату текущего года) свидетельствует о том, что они увеличивались быстрее по сравнению с безналичными трансакционными деньгами. Замедление их динамики было более существенным - темпы прироста средств на счетах и депозитов до востребования в годовом выражении составили 28,5% на 1.07.04 против 47,3% годом ранее.

Умеренный рост наличных денег М0 во II квартале не оказывал повышательного воздействия на потребительские цены.

В целом за апрель-июнь объем на-

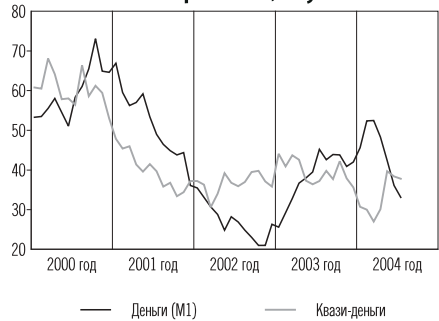
Динамика МО и чистого спроса населения на наличную иностранную валюту



личных денег увеличился на 9,5% - более чем вдвое ниже среднего для II квартала уровня прироста за предыдущие пять лет. Нехарактерное для II квартала 2004 г. снижение темпов роста агрегата М0 было связано главным образом с возобновлением и последующим ростом спроса физических лиц на наличную иностранную валюту, а также с некоторым замедлением роста денежных доходов населения, прирост которых во II квартале текущего года был меньше, чем в соответствующий период прошлого года. С другой стороны, остающаяся высокой доля наличных денег в структуре денежной массы отражает сохранение спроса на наличные деньги в условиях заметного увеличения потребительских расходов и оборота розничной торговли.

В условиях некоторого снижения номинального курса рубля к доллару США во II квартале 2004 г. и нестабильной ситуации в банковском секторе в июне резко возросли нетто-покупки населением наличной иностранной валюты: за апрель-июнь их объем составил более 2,5 млрд. долл. (в соответствующий период прошлого года они были отрицательны-

Динамика агрегатов деньги и квази-деньги (темпы прироста в годовом выражении, %)

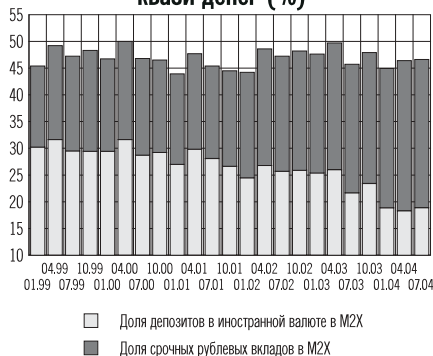


ми), что повлияло на динамику объема рублевых наличных денег в обращении.

На фоне понижительных тенденций в динамике наличных денег и средств на транзакционных счетах темпы роста агрегата М1 (аналогичного показателю «деньги» в определении денежного обзора) к концу II квартала 2004 г. отставали от темпов увеличения квази-денег - сберегательного компонента широкого определения денежной массы М2Х (год назад соотношение было обратным). За скользящий 12-месячный период на 1.07.04 агрегат «деньги» увеличился на 33,1% против 45,2% на 1.07.03, в то время как агрегат «квази-деньги» - на 37,8% против 37,2% годом ранее.

Увеличение темпов роста агрегата «квази-деньги», включающего средства, используемые экономическими агентами для сбережения, сформировалось в результате однонаправленной динамики рублевого и валютного компонентов. При этом валютные депозиты во II квартале в отличие от предыдущего периода увеличивались быстрее срочных депозитов в рублях, что, однако, существенно не изменило структуру квази-денег. Ускоре-

Изменение структуры квази-денег (%)



Компоненты квази-денег и наличная иностранная валюта (темпы роста в годовом выражении, %)



ние динамики безналичных средств в иностранной валюте обусловило некоторый рост за апрель-июнь их доли в широко определенном денежной массе, тем не менее в ее структуре сохранилось преобладание рублевого компонента квази-денег.

На 1.07.04 на срочные банковские депозиты населения и предприятий и организаций в национальной валюте приходилось 27,7% в агрегате М2Х (против 24% на 1.07.03), при этом удельный вес депозитов в иностранной валюте по сравнению с началом июля 2003 г. снизился почти на 3 процентных пункта - до 18,9% на 1.07.04.

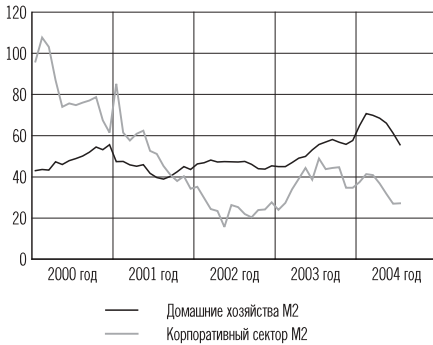
Увеличение темпов роста депозитов в иностранной валюте (11,7% в II квартале 2004 г. против 2,7% в I квартале) сопровождалось изменением тенденции и в динамике объема наличной иностранной валюты в небанковском секторе экономики: после сокращения в I квартале на 3,2 млрд. долл. его прирост за апрель-июнь, согласно предварительной оценке платежного баланса, составил около 0,5 млрд.долл. (во II квартале прошлого года он сократился на 2,4 млрд.долл.).

Некоторое ослабление номинального курса национальной валюты во II квартале 2004 г., а также девальвационные ожидания и негативные явления в банковском секторе способствовали возобновлению и росту спроса экономических агентов на активы, номинированные в иностранной валюте. При этом относительно устойчивая и плавная динамика валютного курса рубля сдерживала рост потребительских цен.

Рост срочных рублевых депозитов, как и в первой половине 2003 г. был обусловлен прежде всего приростом средств сектора домашних хозяйств, в основном за счет депозитов на срок от одного года до трех лет, хотя во II квартале текущего года их динамика замедлилась.

Прирост срочного рублевого компонента (около 7% за II квартал 2004 г. против 13,5% за II квартал 2003 г.) составил около трети в приросте агрегата М2 за апрель-июнь текущего года. Доля прироста транзакционного безналичного компонента была примерно такой же. Хотя динамика безналичной рублевой денежной массы в секторе домашних хозяйств и в секторе нефинансовых пред-

Рост безналичных денег в секторах экономики (в годовом выражении, %)



приятий и организаций была в целом схожей, замедление прироста средств физических лиц было более существенным. В результате несколько сократилась доля средств домашних хозяйств в безналичной части агрегата M2, однако преобладание средств населения в формировании ресурсной базы банков сохраняется.

Привлеченные банками на срок средства предприятий и населения в рублях и иностранной валюте, являющиеся, с одной стороны, связывающим элементом денежной массы, и, с другой стороны, - основой для расширения объема кредитования, увеличились за II квартал на 172 млрд. руб. (8,8% против 2,8% годом ранее). Рост кредитной активности банковского сектора, способствующий расширению совокупного денежного предложения, был во II квартале текущего года существенным источником роста денежной массы (прирост требований к организациям частного сектора за апрель-июнь 2004 г. составил более 300 млрд. рублей). Вместе с тем динамика денежных показателей была обусловлена продолжающимся увеличением чис-

Безналичные деньги M2X и кредиты нефинансовому сектору (темпы роста в годовом выражении, %)



тых иностранных активов банковской системы.

В конечном итоге сформировавшаяся во II квартале понижающая траектория монетарных показателей сама по себе может характеризоваться положительно, поскольку это может ослабить давление роста денежной массы на базовую инфляцию к концу года при условии преодоления сезонных пиков в динамике наличных денег и расходовании бюджетных средств в конце года. Однако причины, лежащие в основе замедления динамики рублевой денежной массы (в первую очередь структурные сдвиги в сторону усиления привлекательности активов в иностранной валюте), могут определять нестабильность динамики денежных показателей в будущем.

Чрезвычайно высокая чувствительность валютного компонента расширенного агрегата денежной массы (включающего депозиты в иностранной валюте и наличную иностранную валюту на руках у нефинансовых агентов) к изменениям номинального курса рубля к доллару США может заметно влиять на динамику рублевой составляющей денеж-

ной массы. Процессы замещения валют существенно ограничивают возможности органов денежно-кредитного регулирования надежно прогнозировать динамику денежных показателей, поскольку валютный компонент расширенной денежной массы не поддается точным оценкам и прямому управлению со стороны цен-

трального банка, что снижает предсказуемость динамики рублевой составляющей денежной массы. Восстановление и укрепления доверия к банковскому сектору и национальной валюте позволит улучшить структуру роста денежной массы.

Динамика показателей финансовых рынков с точки зрения развития инфляционных процессов

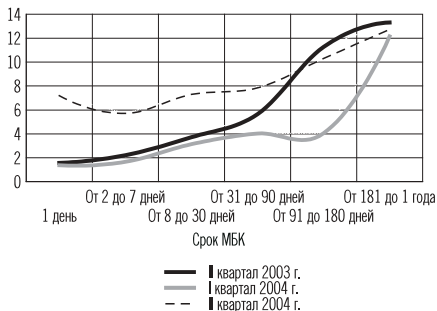
Временная структура ставок по рублевым финансовым инструментам различной срочности во II квартале отражала значительные колебания спроса и предложения денежных ресурсов. Основными факторами, оказывавшими влияние на уровень ставок финансового рынка в рассматриваемый период, оставались уровень банковской ликвидности, политика эмитента на рынке ГКО-ОФЗ и динамика номинального курса доллара США к рублю.

Во II квартале наблюдалось повышение ставок по рублевым межбанковским кредитам в условиях снижения среднеквартального уровня ликвидности коммерческих банков. В сегменте кредитов на срок до 6 месяцев рост ставок был весьма значительным, однако он не являлся признаком повышения инфляционных ожиданий участников рынка, а происходил из-за ослабления взаимного доверия между участниками денежного рынка, вызванного ухудшением фи-

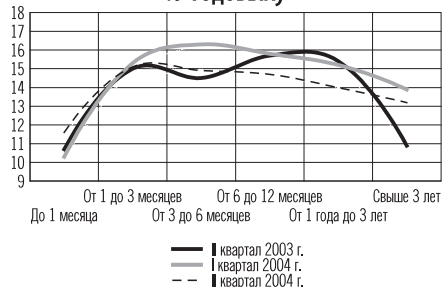
нансового состояния ряда мелких и средних банков. Снижение взаимного доверия участников рынка ограничивало эффективность перераспределения рублевой ликвидности между российскими банками, способствуя росту ставок межбанковского кредитования и снижению оборотов рынка МБК. Изменение ставок в сегменте операций с максимальными сроками было несущественным. Форма кривой доходности по МБК во II квартале оставалась сглаженно-возрастающей, а **временная структура процентных ставок по МБК в апреле-июне по-прежнему отражала сравнительно низкий и стабильный уровень инфляционных ожиданий участников рынка.**

Кривая доходности по кредитным операциям банков во II квартале оставалась выпуклой, сохраняя положительный угол наклона на участке до 3 месяцев. Однако снижение во II квартале ставок по операциям на срок свыше 3 месяцев, вы-

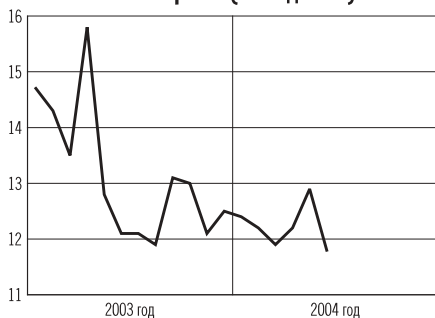
Кривая доходности межбанковских кредитов (по среднемесячным рублевым ставкам МИАКР, % годовых)



Кривая доходности по кредитным операциям банков (кредиты предприятиям нефинансового сектора, % годовых)



Среднемесячная ставка по кредитам предприятиям нефинансового сектора на все сроки (% годовых)



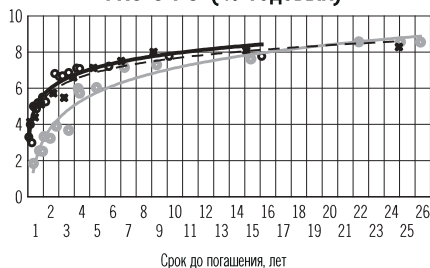
званное ожиданиями сезонного снижения инфляции в III квартале, привело к смещению вниз данного участка кривой доходности при сохранении слабого отрицательного наклона этого участка. Форма кривой доходности по кредитным операциям банков **может свидетельствовать о сохранении ожиданий дальнейшего умеренного снижения ставок на этом сегменте российского рынка в среднесрочной перспективе вслед за возможным снижением инфляции.**

Кривая доходности ГКО-ОФЗ во II квартале сохраняла возрастающую форму. В условиях снижения оборотов рынка государственных ценных бумаг более чем в 2 раза по сравнению с предыдущим кварталом доходность инструментов со сроком погашения до 9 лет существенно повысилась, а по бумагам большей срочности почти не изменилась.

Премия за инфляционный риск в цене краткосрочных гособлигаций не закладывалась, а сложившийся уровень доходности был обусловлен структурой спроса на денежном рынке. Средне- и долгосрочные инфляционные ожидания участников не изменились по сравнению с предыдущим кварталом. **Вложения в среднесрочные гособлигации подвержены умеренному инфляционному риску. Риски инвестиций в бумаги со сроком погашения свыше 5 лет определяются участниками рынка на основе оценки рисков по среднесрочным выпускам.**

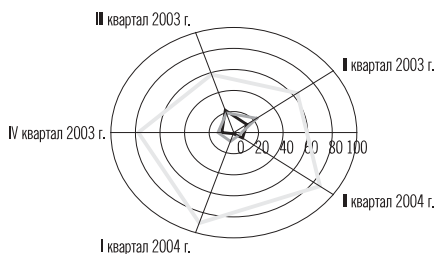
Обороты вторичного рынка ГКО-ОФЗ во II квартале снизились до 0,9 млрд. руб. в день против 1,9 млрд. руб. в

Кривая эффективной доходности ГКО-ОФЗ (% годовых)



- Доходность на 26.06.03
- Доходность на 31.03.04
- ⊗ Доходность на 29.06.04
- Тренд на 26.06.03
- Тренд на 31.03.04
- - Тренд на 29.06.04

Структура оборота ГКО-ОФЗ по срокам до погашения (%)



- До 90 дней
- От 90 дней до 1 года
- Свыше 1 года

день в I квартале. В условиях обострения ситуации на денежном рынке доля гособлигаций со сроком погашения до 3 месяцев в суммарном обороте вторичного рынка ГКО-ОФЗ выросла почти в 8 раз по сравнению с предыдущим кварталом. Доля гособлигаций со сроком погашения от 3 месяцев до 1 года сократилась почти в 2 раза, а доля средне- и долгосрочных бумаг в обороте вторичного рынка гособлигаций почти не изменилась в связи с сохранением высокой ликвидности индикативных выпусков ОФЗ-АД. **Сложившаяся в апреле-июне структура оборота ГКО-ОФЗ отражала изменение приоритетов участников рынка государственных ценных бумаг в условиях сохранения сравнительно низких инфляционных ожиданий.**

* * *

Анализ временной структуры процентных ставок на рассматриваемых сегментах финансового рынка показывает, что во II квартале волатильность ценовых индикаторов по большинству рублевых инструментов финансового рынка была

умеренной. В этих условиях кривые доходности по основным рублевым инструментам российского рынка сохраняли информационную значимость, в частности, в качестве индикатора инфляционных ожиданий участников рынка.

В рассматриваемый период структура ставок по инструментам на различные сроки оставалась достаточно сбалансированной. **Кривые доходности по ключевым финансовым инструментам имели преимущественно возрастающую форму, что отражает стабильность инфляционных ожиданий участников российского финансового рынка на короткие и средние сроки.**

Долгосрочные инфляционные ожидания невозможно оценить адекватно ввиду ограниченных масштабов операций с долгосрочными финансовыми инструментами. **Сохранение во II квартале близких к горизонтальным форм кривых доходности по различным инструментам на максимальные сроки может отражать определенную инерционность ожиданий рыночных участников.**

Статистическое приложение

Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг
(месяц к предыдущему месяцу, %)

	Инфляция за месяц	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары без овощей	Прирост цен на плодово-овощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Базовая инфляция	Прирост цен на платные услуги
2003 год							
Январь	2,4	2,5	1,3	13,1	1,1	1,2	4,4
Февраль	1,6	1,2	0,8	4,1	0,9	0,9	4,2
Март	1,1	1,0	0,6	3,9	0,8	0,7	1,7
Апрель	1,0	1,0	0,5	4,2	0,6	0,6	1,8
Май	0,8	0,7	0,4	2,5	0,6	0,6	1,5
Июнь	0,8	0,8	0,6	2,3	0,5	0,6	1,2
Июль	0,7	0,4	0,7	-1,8	0,5	0,7	1,9
Август	-0,4	-1,4	0,8	-17,2	0,6	0,7	0,7
Сентябрь	0,3	-0,2	1,1	-11,2	0,9	1,1	0,9
Октябрь	1,0	1,1	1,8	-5,6	1,0	1,4	0,8
Ноябрь	1,0	1,2	1,3	1,0	0,8	1,1	0,4
Декабрь	1,1	1,5	1,2	4,1	0,6	1,0	0,9
В целом за год (декабрь к декабрю)	12,0	10,2	11,8	-4,2	9,2	11,2	22,3
2004 год							
Январь	1,8	1,6	1,3	5,5	0,5	0,9	4,1
Февраль	1,0	1,1	1,1	1,5	0,4	0,8	1,6
Март	0,8	1,1	0,9	2,8	0,4	0,7	0,6
Апрель	1,0	0,8	1,0	-0,6	0,6	0,8	2,0
Май	0,7	0,4	0,5	-0,7	0,8	0,6	1,4
Июнь	0,8	0,8	0,4	4,8	0,7	0,5	0,9

**Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг
(с начала года нарастающим итогом, %)**

	Инфляция за период	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары без овощей	Прирост цен на плодово-овощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Базовая инфляция	Прирост цен на платные услуги
2003 год							
Январь	2,4	2,5	1,3	13,1	1,1	1,2	4,4
Февраль	4,1	3,7	2,2	17,8	2,0	2,1	8,8
Март	5,2	4,8	2,8	22,4	2,8	2,8	10,6
Апрель	6,2	5,8	3,3	27,6	3,5	3,4	12,6
Май	7,1	6,5	3,8	30,8	4,1	4,0	14,2
Июнь	7,9	7,4	4,4	33,7	4,6	4,7	15,6
Июль	8,7	7,8	5,1	31,4	5,1	5,4	17,8
Август	8,3	6,3	6,0	8,7	5,7	6,2	18,7
Сентябрь	8,6	6,1	7,1	-3,4	6,6	7,3	19,7
Октябрь	9,7	7,3	9,1	-8,9	7,7	8,9	20,7
Ноябрь	10,8	8,6	10,4	-7,9	8,6	10,1	21,2
Декабрь	12,0	10,2	11,8	-4,2	9,2	11,2	22,3
2004 год							
Январь	1,8	1,6	1,3	5,5	0,5	0,9	4,1
Февраль	2,8	2,8	2,3	7,1	0,9	1,7	5,8
Март	3,5	3,8	3,2	10,1	1,4	2,4	6,4
Апрель	4,6	4,7	4,2	9,5	2,0	3,2	8,5
Май	5,3	5,2	4,8	8,7	2,8	3,8	10,0
Июнь	6,1	6,0	5,2	13,9	3,4	4,3	11,0

Структура прироста инфляции

Прирост инфляции за период с начала года за счет изменения цен по группам товаров и услуг

	Продовольственные товары*	Непродовольственные товары	Базовая инфляция	Платные услуги	Плодоовощная продукция	Инфляция за период, %
2003 год						
Январь	0,7	0,3	1,0	0,8	0,7	2,4
Февраль	1,1	0,5	1,7	1,5	0,9	4,1
Март	1,4	0,8	2,3	1,8	1,2	5,2
Апрель	1,7	1,0	2,8	2,2	1,4	6,2
Май	1,9	1,1	3,3	2,4	1,6	7,1
Июнь	2,2	1,3	3,8	2,7	1,8	7,9
Июль	2,6	1,4	4,4	3,1	1,6	8,7
Август	3,0	1,6	5,0	3,2	0,5	8,3
Сентябрь	3,6	1,8	6,0	3,4	-0,2	8,6
Октябрь	4,5	2,1	7,2	3,5	-0,5	9,7
Ноябрь	5,2	2,4	8,2	3,6	-0,4	10,8
Декабрь	5,9	2,5	9,1	3,8	-0,2	12,0
2004 год						
Январь	0,6	0,1	0,8	0,7	0,3	1,8
Февраль	1,2	0,2	1,4	1,0	0,4	2,8
Март	1,6	0,4	2,0	1,1	0,5	3,5
Апрель	2,1	0,5	2,6	1,4	0,5	4,6
Май	2,4	0,8	3,1	1,7	0,4	5,3
Июнь	2,6	0,9	3,5	1,9	0,7	6,1

* Без учета плодоовощной продукции.

**Прирост инфляции за месяц за счет изменения цен
по группам товаров и услуг**

	Продовольственные товары*	Непродовольст- венные товары	Базовая инфляция	Платные услуги	Фруктоовощная продукция	Инфляция за месяц, %
2003 год						
Январь	0,7	0,3	1,0	0,8	0,7	2,4
Февраль	0,4	0,2	0,7	0,7	0,2	1,6
Март	0,3	0,2	0,6	0,3	0,2	1,1
Апрель	0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	1,0
Май	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,8
Июнь	0,3	0,1	0,5	0,2	0,1	0,8
Июль	0,3	0,1	0,5	0,4	-0,1	0,7
Август	0,4	0,1	0,6	0,1	-1,1	-0,4
Сентябрь	0,5	0,2	0,9	0,2	-0,6	0,3
Октябрь	0,9	0,3	1,2	0,1	-0,3	1,0
Ноябрь	0,6	0,2	0,9	0,1	0,0	1,0
Декабрь	0,6	0,2	0,8	0,2	0,2	1,1
2004 год						
Январь	0,6	0,1	0,8	0,7	0,3	1,8
Февраль	0,5	0,1	0,6	0,3	0,1	1,0
Март	0,4	0,1	0,6	0,1	0,1	0,8
Апрель	0,5	0,2	0,6	0,4	0,0	1,0
Май	0,3	0,2	0,5	0,3	0,0	0,7
Июнь	0,2	0,2	0,4	0,2	0,3	0,8

* Без учета плодоовощной продукции.

Вклад в прирост инфляции
Вклад в прирост инфляции за период с начала года
по группам товаров и услуг

	Продовольственные товары*	Непродовольствен- ные товары	Базовая инфляция	Платные услуги	Фруктовоплодная продукция
2003 год					
Январь	27,5	12,4	40,6	31,6	28,5
Февраль	26,7	13,4	41,8	37,1	22,8
Март	27,3	14,9	44,2	35,3	22,5
Апрель	27,0	15,3	44,9	34,7	23,1
Май	26,9	15,9	46,1	34,5	22,7
Июнь	28,1	16,0	47,9	33,7	22,2
Июль	29,7	16,2	50,2	35,2	18,8
Август	36,5	19,1	60,7	38,9	5,5
Сентябрь	41,6	21,2	69,1	39,3	-2,1
Октябрь	46,7	21,6	74,3	36,4	-4,7
Ноябрь	48,5	21,7	76,3	33,6	-3,8
Декабрь	49,1	21,0	75,9	31,7	-1,8
2004 год					
Январь	35,8	7,6	43,2	40,3	16,3
Февраль	42,3	9,0	50,0	35,4	13,3
Март	45,0	10,3	55,3	30,2	14,5
Апрель	46,1	11,7	57,5	31,5	10,7
Май	45,2	14,2	58,5	32,2	8,5
Июнь	42,2	15,3	57,2	30,7	11,8

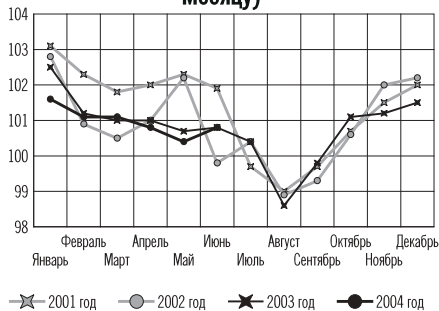
* Без учета плодовоощной продукции.

**Вклад в прирост инфляции за месяц
по группам товаров и услуг (%)**

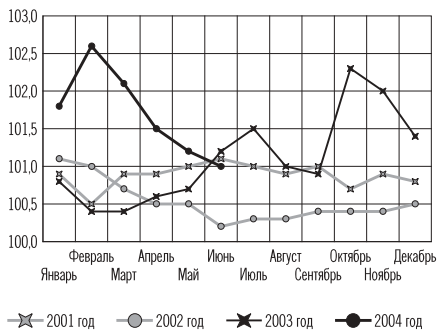
	Продовольственные товары*	Непродовольствен- ные товары	Базовая инфляция	Платные услуги	Фруктовоовощная продукция
2003 год					
Январь	27,5	12,4	40,6	31,6	28,5
Февраль	25,5	15,0	43,7	45,0	14,6
Март	29,7	20,3	53,0	28,3	21,7
Апрель	25,5	17,2	48,7	31,6	25,7
Май	25,9	21,2	55,3	33,1	19,8
Июнь	38,4	16,6	62,7	26,9	18,1
Июль	46,8	18,9	74,7	50,7	-16,4
Август	<i>невозможность оценки для отрицательного числа</i>				
Сентябрь	164,8	72,9	270,6	50,5	-188,3
Октябрь	86,6	25,6	114,6	14,2	-26,4
Ноябрь	63,8	23,3	94,1	8,4	4,5
Декабрь	53,8	14,2	71,7	15,1	16,9
2004 год					
Январь	35,8	7,6	43,2	40,3	16,3
Февраль	53,5	11,5	61,8	26,8	8,1
Март	54,6	14,8	74,2	11,5	19,2
Апрель	49,6	17,1	65,1	36,3	-2,9
Май	39,1	30,1	64,9	36,2	-5,4
Июнь	22,8	22,7	48,2	21,0	33,6

* Без учета плодоовощной продукции.

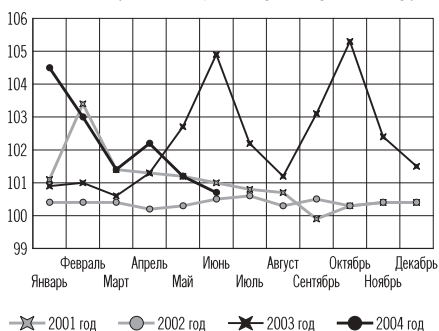
Динамика цен на продовольственные товары - всего (в % к предыдущему месяцу)



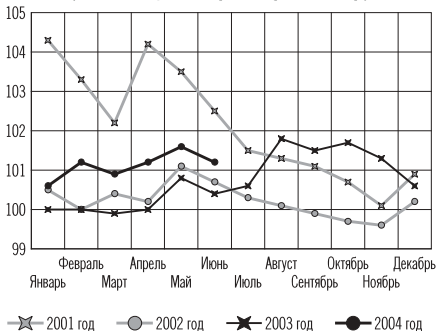
Динамика цен на макаронные изделия (в % к предыдущему месяцу)



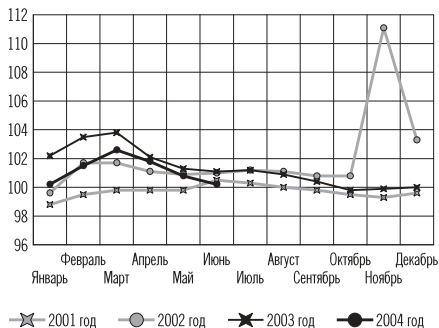
Динамика цен на хлеб и хлебобулочные изделия (в % к предыдущему месяцу)



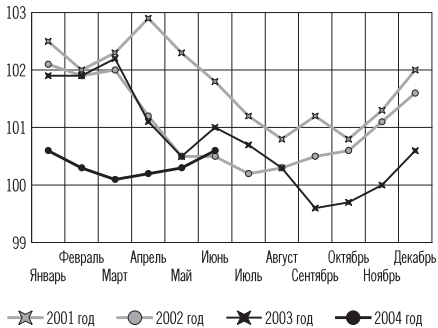
Динамика цен на мясо и птицу (в % к предыдущему месяцу)



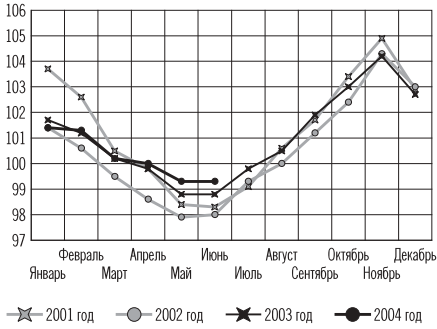
Динамика цен на крупу и бобовые изделия (в % к предыдущему месяцу)



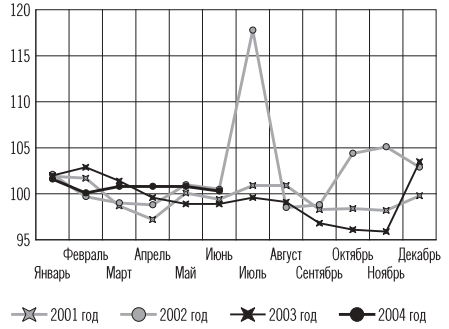
Динамика цен на рыбу и морепродукты (в % к предыдущему месяцу)



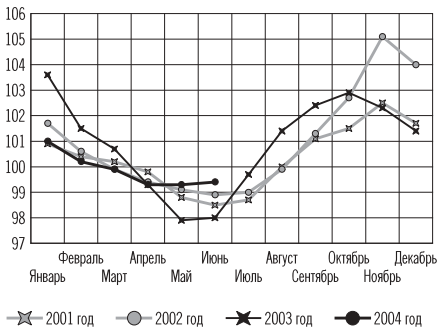
Динамика цен на молоко и молочную продукцию (в % к предыдущему месяцу)



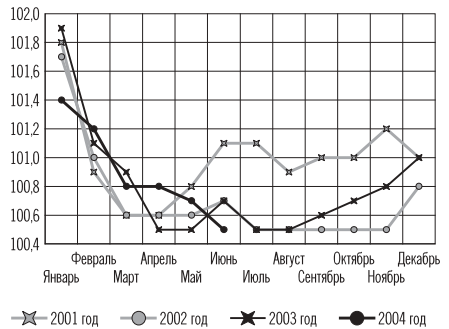
Динамика цен на сахар-песок (в % к предыдущему месяцу)



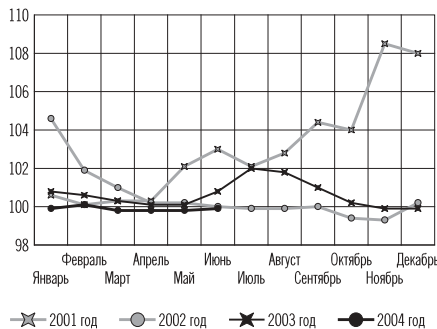
Динамика цен на масло сливочное (в % к предыдущему месяцу)



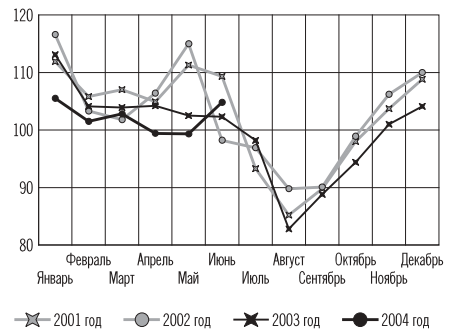
Динамика цен на алкогольные напитки (в % к предыдущему месяцу)



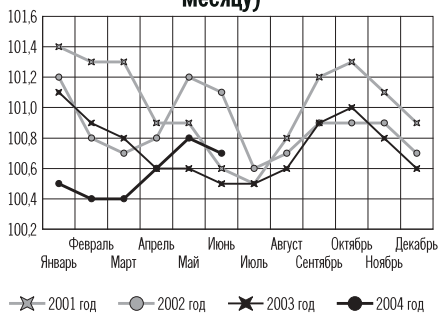
Динамика цен на масло подсолнечное (в % к предыдущему месяцу)



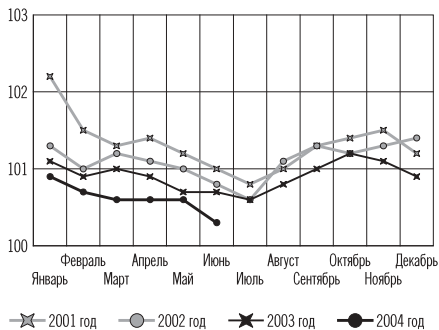
Динамика цен на плодоовощную продукцию (в % к предыдущему месяцу)



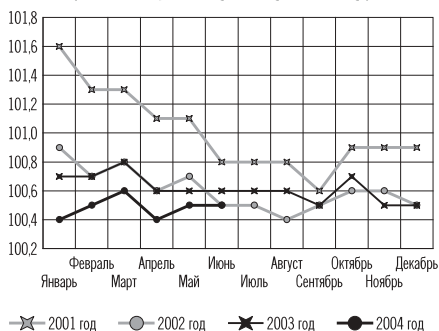
Динамика цен на непродовольственные товары - всего (в % к предыдущему месяцу)



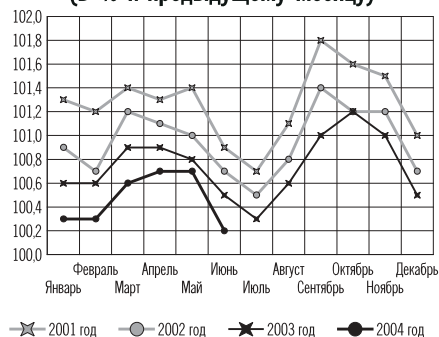
Динамика цен на трикотажные изделия (в % к предыдущему месяцу)



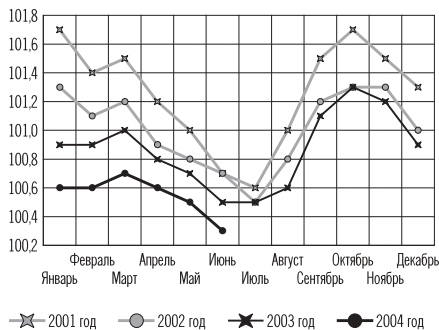
Динамика цен на ткани (в % к предыдущему месяцу)



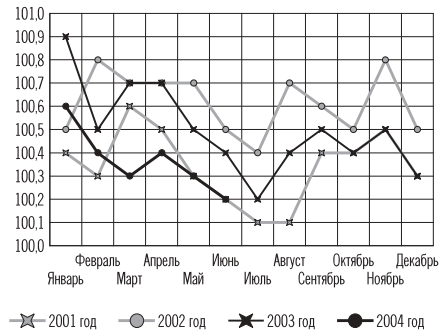
Динамика цен на обувь (в % к предыдущему месяцу)



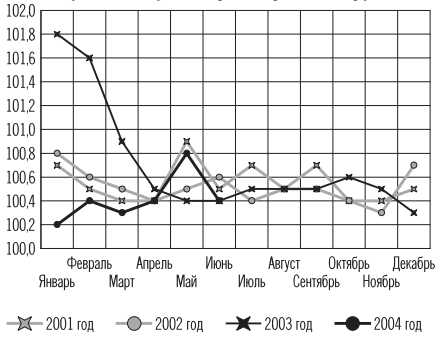
Динамика цен на одежду и белье (в % к предыдущему месяцу)



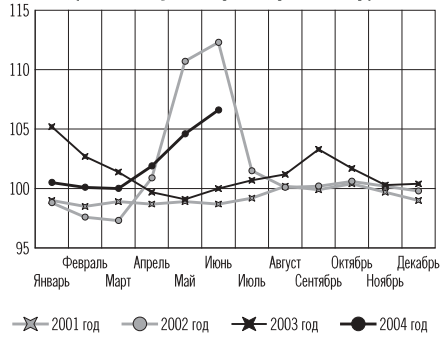
Динамика цен на моющие и чистящие средства (в % к предыдущему месяцу)



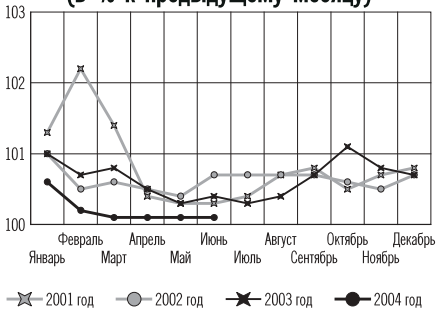
**Динамика цен на табачные изделия
(в % к предыдущему месяцу)**



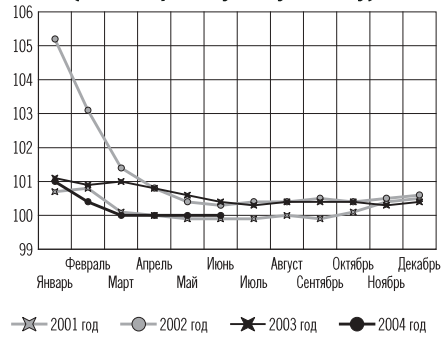
**Динамика цен на бензин автомобильный
(в % к предыдущему месяцу)**



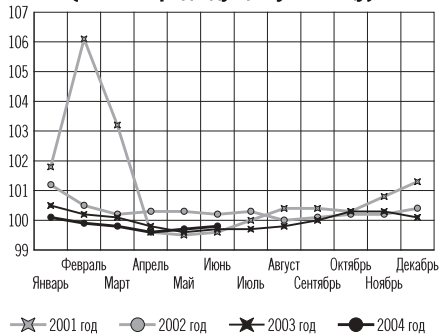
**Динамика цен на электротовары
и другие бытовые приборы
(в % к предыдущему месяцу)**



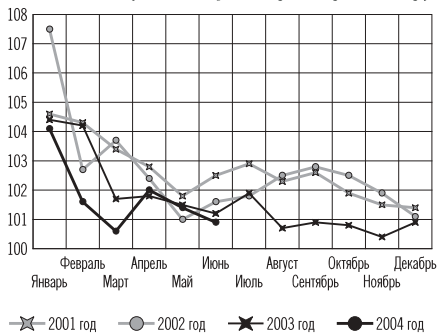
**Динамика цен на медикаменты
(в % к предыдущему месяцу)**



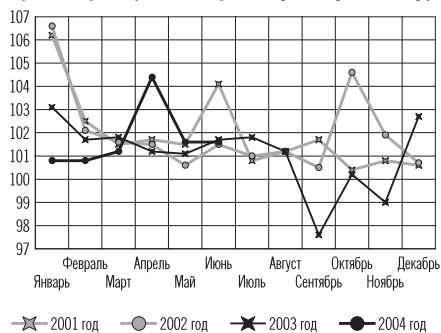
**Динамика цен на телерадиотовары
(в % к предыдущему месяцу)**



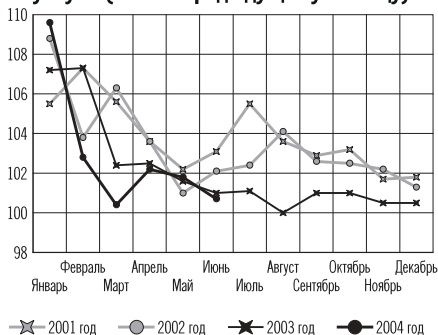
Динамика цен на платные услуги населению (в % к предыдущему месяцу)



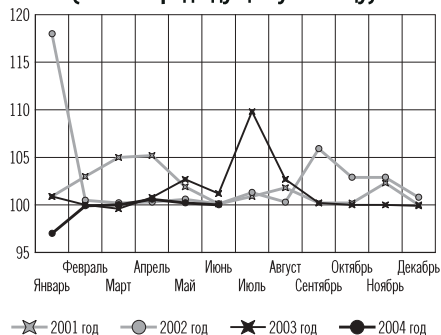
Динамика цен на услуги пассажирского транспорта (в % к предыдущему месяцу)



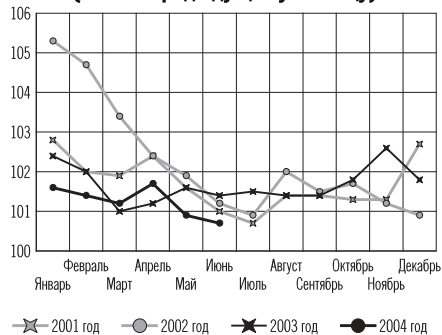
Динамика цен на жилищно-коммунальные услуги (в % к предыдущему месяцу)



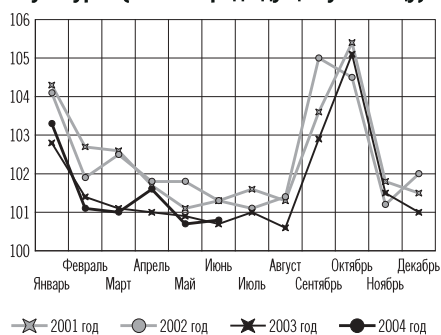
Динамика цен на услуги связи (в % к предыдущему месяцу)



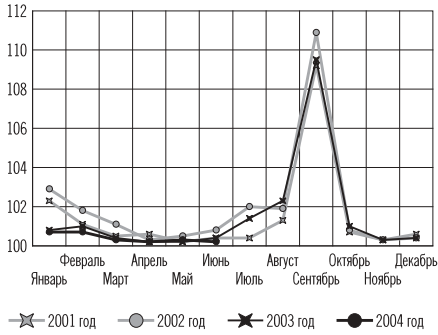
Динамика цен на медицинские услуги (в % к предыдущему месяцу)



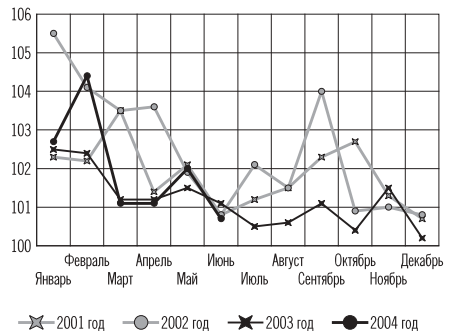
Динамика цен на услуги организаций культуры (в % к предыдущему месяцу)



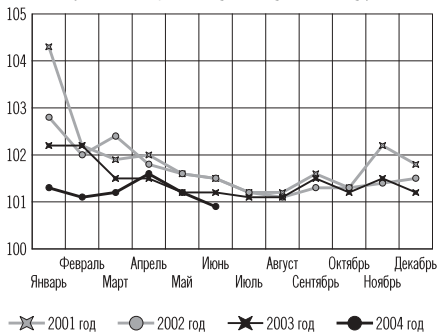
Динамика цен на услуги образования (в % к предыдущему месяцу)



Динамика цен на услуги дошкольного воспитания (в % к предыдущему месяцу)



Динамика цен на бытовые услуги (в % к предыдущему месяцу)



Динамика цен на санаторно-оздоровительные услуги (в % к предыдущему месяцу)

