

СТАВКИ, РИСКИ И М2: ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ИНФЛЯЦИЮ¹

А.Божечкова, П.Трунин

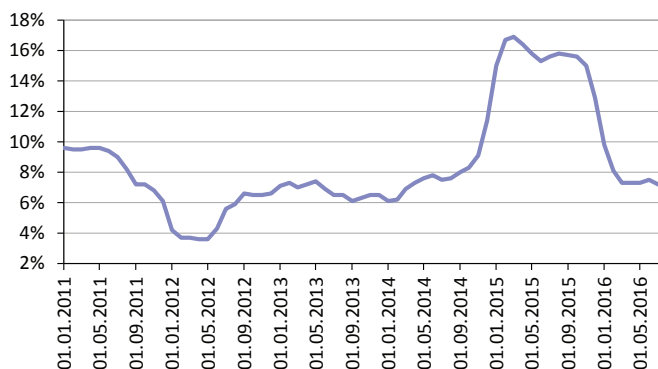
В сентябре ЦБ РФ принял решение о снижении ключевой ставки на 0,5 п.п. до уровня 10%. Намерение Банка России придерживаться умеренно жесткой денежно-кредитной политики обусловлено необходимостью закрепить тенденцию к устойчивому снижению инфляции.

Учитывая продолжающееся замедление инфляции, снижение инфляционных ожиданий экономических агентов, а также продолжающуюся стагнацию, в сентябре ЦБ РФ снизил ключевую ставку на 0,5 п.п. до 10%. В августе и первой половине сентября 2016 г. потребительские цены в среднем не изменились. При этом показатель накопленной инфляции за последние двенадцать месяцев снизился с 7,2% в июле до 6,9% в августе, что соответствует уровню марта 2014 г. (рис. 1). Замедлению инфляции способствовали сезонный фактор, низкий совокупный спрос, а также укрепление рубля.

Уровень инфляционных ожиданий населения в августе также существенно снизился. Медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед по оценкам, публикуемым Банком России, упало на 1,7 п.п. и составило 12,6%, что является минимальным значением этого показателя с октября 2014 г.

В августе базовая инфляция² составила 0,4%, увеличившись по сравнению с предыдущим периодом на 0,1 п.п. Причем за этот месяц она превысила темп прироста индекса потребительских цен на 0,4 п.п., а это значит, что повышательное давление на цены оказывали факторы, которые носят преимущественно административный и сезонный характер.

Продовольственные товары подешевели за август на 0,6%, прежде всего из-за сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию. Темп прироста цен на непродовольственные товары, напротив, увеличился до 0,4%. В результате вклад группы непродовольственных товаров в динамику индекса потребительских цен (ИПЦ) оказался наибольшим по сравнению с вкладом других компонент и



Источник: Росстат.

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

¹ Статья из ОМЭС №15(33) Сентябрь 2016 г.

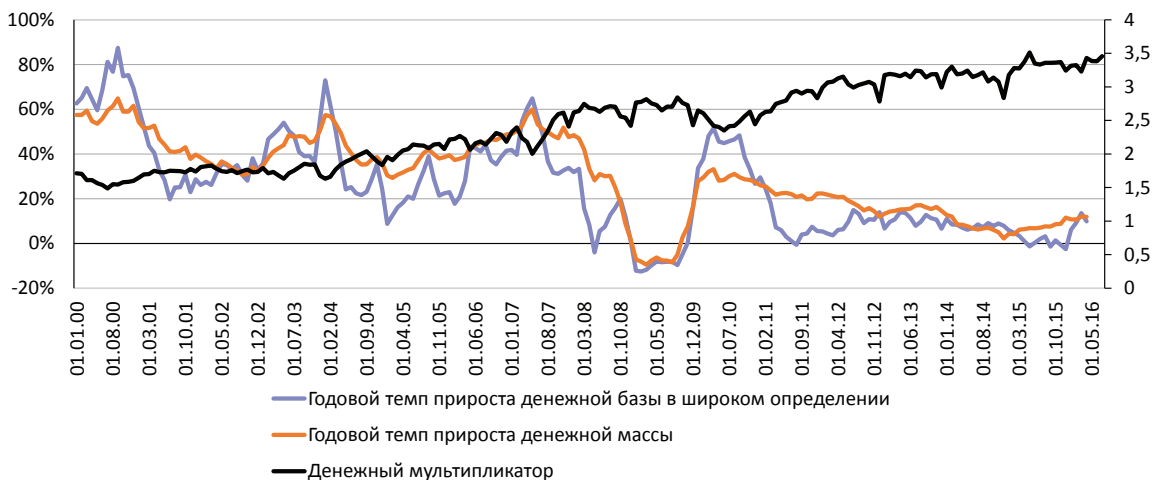
² Базовый индекс потребительских цен – показатель, отражающий уровень инфляции на потребительском рынке с исключением сезонного (цены на плодоовощную продукцию) и административного (тарифы на регулируемые виды услуг и др.) факторов, который также рассчитывается Росстатом РФ.

составил 45,1%. Цены и тарифы на платные услуги населению за август увеличились на 0,4%. Наибольший вклад в августовское подорожание услуг внес сезонный рост цен на услуги зарубежного туризма, который происходил несмотря на укрепление рубля.

Одним из источников инфляционных рисков продолжает оставаться возможное восстановление совокупного спроса, которое при прочих равных условиях может привести к повышательному давлению на цены потребительских товаров. В частности, как в I квартале, так и во II квартале 2016 г. номинальная заработная плата увеличивалась на 7,7% по сравнению с аналогичными периодами 2015 г., продолжив свой рост в июле 2016 г. (7,8% к июлю 2015 г.). В сентябре-декабре 2015 г. этот показатель в среднем рос лишь на 3,4% в годовом выражении. Вследствие замедления инфляции во II квартале 2016 г. (впервые с III квартала 2014 г.) наблюдался положительный темп прироста реальной начисленной заработной платы, составивший 0,3% к аналогичному периоду 2015 г.

Дополнительным источником риска увеличения инфляции в 2016 г. является ускорение темпов роста денежной массы M2, обусловленное увеличением денежной базы по мере расходования средств Резервного фонда для финансирования бюджетного дефицита, а также восстановлением кредитной активности. Темп роста денежной массы M2 в январе-июле 2016 г. в среднем составлял 11,7%, тогда как в течение аналогичного периода 2015 г. он не превышал 6,0% (рис. 2).

Увеличение денежной базы за счет расходования средств Резервного фонда превышает ее снижение, обусловленное сокращением задолженности банковской системы перед ЦБ РФ, а также проведением депозитных аукционов Банком России. В связи с этим в I–II кварталах 2016 г., несмотря на неизменное значение ключевой ставки вплоть до середины июня, наблюдалось снижение процентных ставок. В частности, ставки по депозитам физических лиц до 1 года снизились с 8,53% годовых в январе до 7,2% годовых в июне 2016 г. В качестве дополнительной меры по сдерживанию расширения денежной базы Банк России в сентябре 2016 г. принял решение выпускать облигации на срок три, шесть и 12 месяцев с трехмесячным купоном.



Источник: Банк России.

Рис. 2. Динамика денежных агрегатов и денежного мультипликатора в 2000–2016 гг.

Риски ускорения инфляции, связанные с динамикой валютного курса, являются невысокими. Так, в августе рубль укрепился на 1,1% до 65,3 руб./долл. А в первой половине сентября курс рубля вырос еще на 1,2% до 64,4 руб./долл. Укрепление рубля обусловлено ростом цен на нефть, составившим в августе 1,3% – до 47,3 долл./барр. Помимо этого, поддержку рублю оказали августовские депозитные операции Банка России, направленные на изъятие средств, поступивших в банковский сектор по бюджетному каналу.

Среди факторов, которые могут способствовать обесценению рубля, можно выделить неопределенность относительно динамики цен на нефть (в том числе обусловленную проблемами в экономике Китая), возможное ужесточение монетарной политики ФРС США, значительный рост бюджетного дефицита в России.

Таким образом, несмотря на некоторую стабилизацию ситуации в экономике, Банк России все еще вынужден учитывать внутренние и внешние факторы, влияющие на инфляционные ожидания экономических агентов и препятствующие снижению ключевой ставки в текущем году. При этом по мере снижения инфляции и инфляционных ожиданий при неизменной ключевой ставке денежно-кредитная политика становится все более жесткой. Следовательно, в ближайшие полгода Банку России предстоит найти непростой баланс между достижением инфляционной цели (что станет знаковым результатом в сфере денежно-кредитной политики) и недопущением негативного влияния проводимой политики на экономическую активность. ●