



Банк России

Центральный банк Российской Федерации

Изменения в структуре денежной массы и инфляционные риски

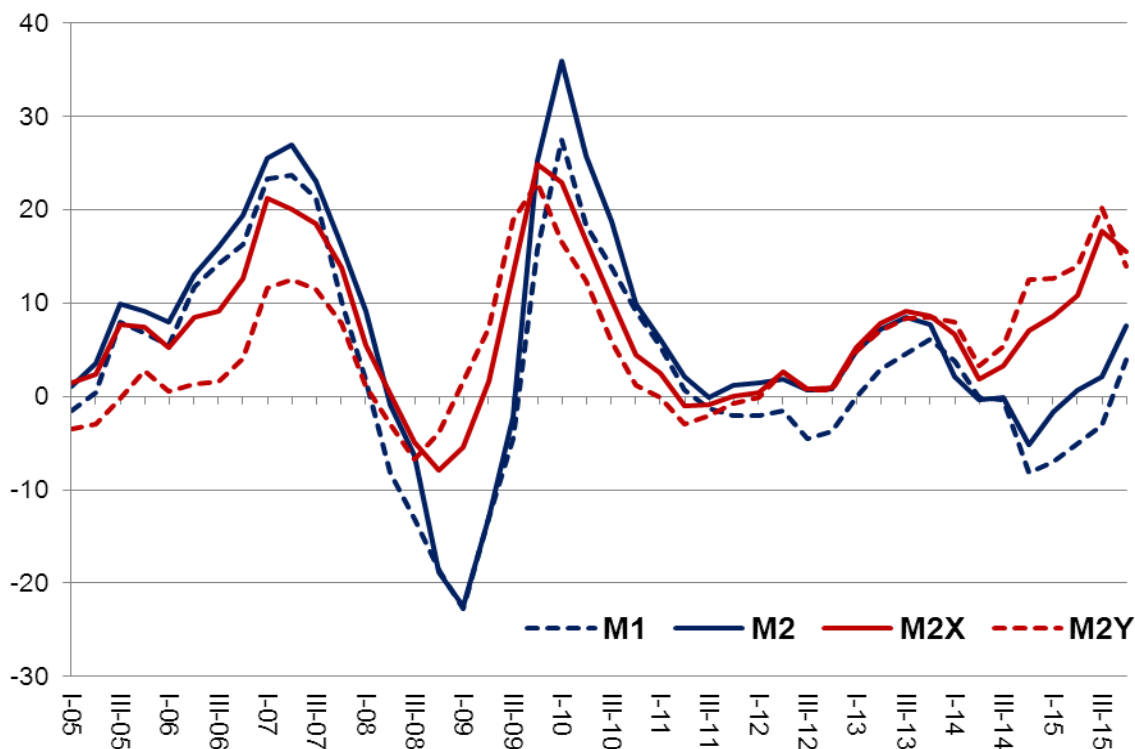
**Аналитическая записка
Департамента исследований
и прогнозирования
Банка России**

№ 3 Май 2016

Переоценка рублевой стоимости валютных депозитов и использование Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета привели к быстрому росту показателей широкой денежной массы. В настоящее время, связанные с этими процессами инфляционные риски представляются небольшими с учетом действий Банка России по управлению ликвидностью. Действительно, рост данных показателей происходил в основном за счет компонентов денежной массы, не имеющих тесной связи с динамикой совокупного спроса. Тем не менее, инфляционные риски в будущем могут возрасти. Это произойдет в случае роста спроса на ликвидные компоненты денежной массы и возвращения структуры денежного агрегата М2У к той, которая была в 2011-2013 годах. По нашим оценкам, в результате годовой темп роста расходов на конечное потребление домашних хозяйств может увеличиться на 1,5 п.п. на протяжении двух лет, что может иметь негативные инфляционные последствия в 2017-18 гг.

Динамика показателей денежной массы в России на протяжении последних нескольких лет была крайне неоднородна. Темпы роста показателей широкой денежной массы (содержащих компоненты, номинированные в иностранной валюте) были достаточно высокими и существенно опережали темпы роста номинального ВВП. В результате, темпы роста монетизации экономики, рассчитанные по этим показателям, достигли максимальных за последние 5 лет значений (Рисунок 1). В то же время темпы роста рублевых показателей денежной массы были значительно ниже, однако в последние кварталы повысились и они.

**Рисунок 1. Рост отношения денежного агрегата к ВВП¹
(прирост за год, %)**



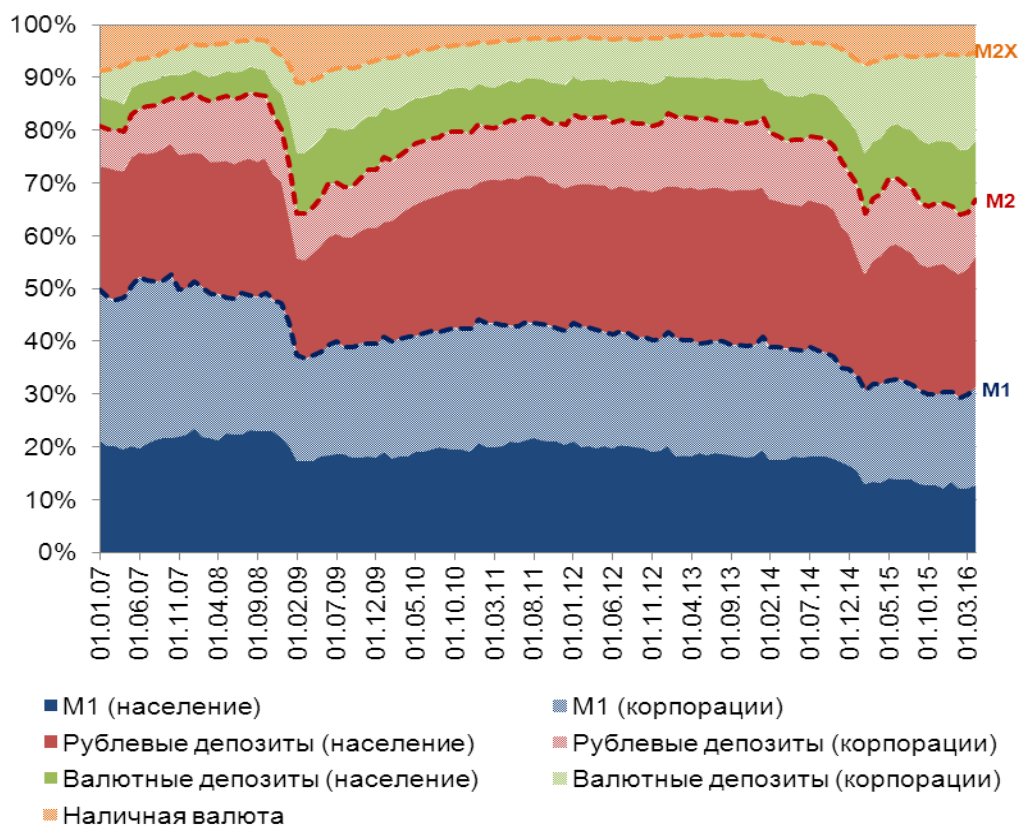
Источник: Банк России, Росстат

¹ Номинальный ВВП был рассчитан автором на основе показателя в текущих ценах за период 2014-2015 годов и темпов роста номинального ВВП за предыдущие периоды.

В условиях невысоких темпов роста кредитования, основными источниками ускорения роста денежной массы были два процесса. Во-первых, это переоценка рублевой стоимости валютных депозитов и наличной валюты, связанная с ослаблением рубля. Во-вторых, это использование средств Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета. Эти факторы могут рассматриваться как единовременные² и, вероятно, не будут создавать риски для ценовой стабильности в долгосрочной перспективе. Тем не менее, уже произошедшее увеличение денежной массы может иметь инфляционные последствия. Далее мы рассмотрим один из возможных подходов к оценке связанных с этим инфляционных рисков.

Очевидно, что рублевые агрегаты M2 и, особенно, M1 ликвидны в большей степени, чем другие компоненты M2Y. Они связаны с финансированием транзакций и отражают динамику совокупного спроса в наибольшей степени. Однако, до последнего времени, увеличение денежной массы происходило в основном за счет других, относительно менее ликвидных компонентов (Рисунок 2). В результате, на конец 1 квартала 2016 года доля агрегата M1 в M2Y снизилась до 31%, а доля M2 до 67% (в среднем за 2011-2013 годы эти доли составляли 41% и 82% соответственно). Доля денежных средств в секторе домашних хозяйств в общем объеме M2Y также снизилась до 54% (58% в среднем за 2011-2013 года).

Рисунок 2. Структура денежного агрегата M2Y



Источник: Банк России

Такая динамика представляется вполне естественной: в условиях роста общеэкономической неопределенности растет спрос на менее ликвидные, но более доходные компоненты денежной массы (см., например, Ponomarenko et al. (2012)).

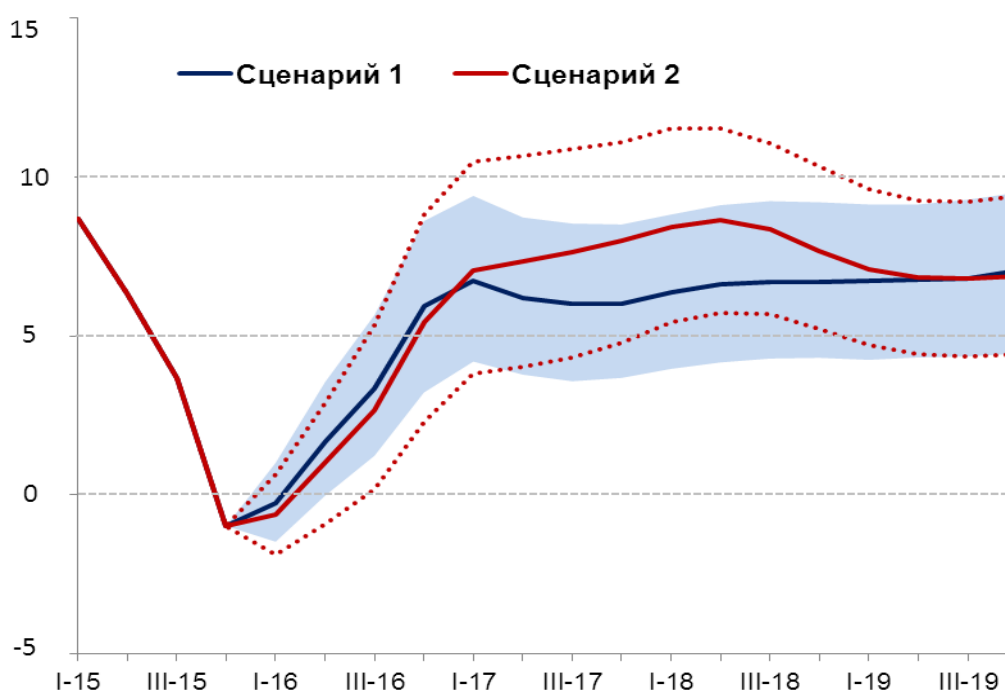
² Необходимо отметить, что использование средств Резервного фонда продолжит оказывать сильное влияние на формирование денежного предложения и в 2016 году. В дальнейшем влияние этого фактора на динамику денежной массы будет зависеть от проводимой бюджетной политики.

Росту спроса на валютные компоненты в этот период способствовали ожидания ослабления рубля. Такое же изменение структуры денежной массы наблюдалось и в 2009 году. Примечательно, что по мере нормализации экономической ситуации доля ликвидных компонентов в М2У значительно повысилась уже к 2011 году. Этот процесс отразил уменьшение до среднесрочного уровня нормы сбережений экономических агентов, которые снизили долю неликвидных компонентов денежной массы в пользу ликвидных. Последние стали использоваться для финансирования транзакций, формирующих совокупный спрос в экономике, чем вызвали краткосрочное ускорение роста спроса. Важно, что инфляция в этот период также ускорилась, хотя говорить о прямой причинно-следственной связи между этими явлениями некорректно без дополнительного анализа. В любом случае, производство от роста спроса выиграло гораздо меньше, чем могло бы при сохранении инфляции на пониженном уровне.

Предвидя вероятное аналогичное изменение в поведении экономических агентов и в этот раз при нормализации экономической ситуации, мы попытаемся количественно оценить возможный рост номинальных расходов на потребление в случае, если спрос на ликвидные компоненты денежной массы и их доля в денежной массе повысится.

Для этого мы воспользуемся BVAR-моделью (Deryugina and Ponomarenko (2015)). Расчетная динамика номинального потребления домашних хозяйств представлена на Рисунке 3. При заданных параметрах (подробнее см. Приложение), ожидаемый темп роста данного показателя после 2016 года составляет около 6,5% в год. Однако в период изменения структуры денежной массы и в течение одного года после этого изменения годовые темпы роста расходов на потребление ускорятся примерно на 1,5 п.п. Такой всплеск потребительского спроса может привести не столько к росту выпуска продукции, сколько к росту цен, что повышает инфляционные риски в 2017-18 гг. и может осложнить достижение 4%-ной цели по инфляции.

Рисунок 3. Расчетная динамика номинального потребления домашних хозяйств и ее доверительный интервал (прирост за год, %)



Источник: расчеты Департамента исследований и прогнозирования Банка России.

Приложение: Описание модели и расчетов

Модель содержит 16 переменных: 2 внешних показателя (цена на нефть и ВВП в странах ОЭСР), 3 номинальных показателя экономической активности (ВВП, потребление домашних хозяйств и инвестиции в основной капитал), 2 показателя цен на активы (цены на жилье и цены акций), 2 кредитных агрегата (кредиты нефинансовым организациям и населению), а также 7 компонентов денежной массы, представленных на Рисунке 2. Модель оценивалась на квартальных данных на выборке с 2001 по 2015 год.

Мы рассчитываем динамику номинального потребления домашних хозяйств в 2016-2019 годах для двух гипотетических сценариев. В обоих случаях цена на нефть составляет 40 долларов США, ВВП стран ОЭСР растет на 2% в год, а кредитование на 5% в 2016 и на 10% в 2017-2019 годах. Разница в сценарных предположениях заключается в изменении структуры денежной массы.

В первом сценарии денежный агрегат M2Y и все его компоненты растут на 10% в год. Таким образом, структура денежной массы остается неизменной.

Во втором сценарии денежный агрегат M2Y также растет на 10% в год, но его структура изменяется таким образом, чтобы к концу 2017 года она соответствовала средним значениям за 2011-2013 годы. Это означает, что среднегодовой темп роста M1 в 2016-2017 годах составит 31%, M2 – 24%, а валютная составляющая будет сокращаться на 21% в год. При этом M2Y в секторе домашних хозяйств будет увеличиваться на 13% в год, а в корпоративном секторе на 6%. В 2018-2019 годах все компоненты растут на 10% в год как и в первом сценарии.

Литература

Deryugina, E. and A. Ponomarenko (2015) "Accounting for Post-Crisis Macroeconomic Developments in Russia: A Large Bayesian Vector Autoregression Model Approach," *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 51(6), p. 1261 – 1275.

Ponomarenko, A., Vasilieva, E. and F. Schobert (2012) "Feedback to the ECB's monetary analysis: the Bank of Russia's experience with some key tools," Working Paper Series 1471, European Central Bank.

Департамент исследований и прогнозирования

Алексей Пономаренко