

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

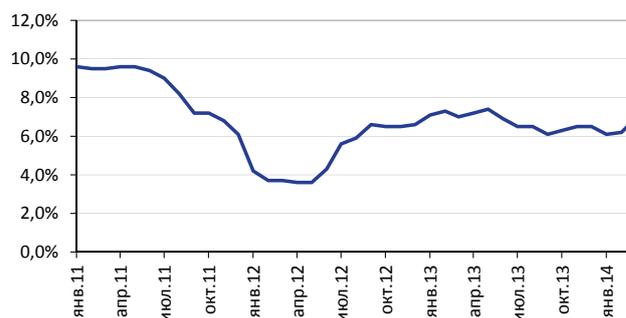
*В марте 2014 г. индекс потребительских цен составил 1% (0,3% в марте 2013 г.), оказавшись выше аналогичного показателя февраля 2014 г. на 0,3 п.п. В результате инфляция по итогам 12 месяцев оказалась на уровне 6,9%. За 21 день апреля ИПЦ достиг 0,6%. Банк России 3 марта 2014 г. принял решение о временном повышении ключевой ставки процента с 5,5 до 7% годовых, а 25 апреля 2014 г. регулятор продолжил ужесточение денежно-кредитной политики, увеличив ключевую ставку до 7,5% годовых.*

В марте инфляция в РФ ускорилась: индекс потребительских цен по итогам месяца составил 1% (в феврале 2014 г. – 0,7%), что выше аналогичного показателя 2013 г. на 0,7 п.п. В результате инфляция в годовом выражении достигла 6,9% (см. рис. 1). Базовая инфляция<sup>1</sup> в марте 2014 г. составила 0,8%, также оказавшись выше аналогичного показателя прошлого года на 0,4 п.п.

Цены на продовольственные товары за март текущего года выросли на 1,8% (см. рис. 2). Увеличился темп прироста цен на крупы и бобовые (с 0,0% в феврале до 0,9% в марте), мясо и птицу (с 0,1% до 0,4%), молоко и молочную продукцию (с 1,6% до 2,6%), плодоовощную продукцию (с 5,1% до 5,3%), алкогольную продукцию (с 2,0% до 2,3%), яйца (с –7,4% до 2,9%), сахар-песок (с 1,7% до 7,8%). Замедлился темп прироста цен на сливочное масло (с 2,2% в феврале до 1,8% в марте).

Цены и тарифы на платные услуги населению в марте т.г. увеличились на 0,5%, тогда как в феврале они выросли на 0,4%. Темп прироста тарифов на жилищно-коммунальные услуги в марте составил 0,2%, оказавшись выше аналогичного показателя февраля на 0,1 п.п. Увеличился темп прироста цен на услуги зарубежного туризма (с 2,4% в феврале до 2,7% в марте), услуги сектора физкультуры и спорта (с 0,4% до 0,8%), услуги организаций культуры (с 0,7% до 1,2%), санитарно-оздоровительные услуги (с 0,1% до 0,6%). Продолжили замедляться темпы прироста цен на медицинские услуги (с 1% в феврале до 0,5% в марте) и услуги дошкольного воспитания (с 2,1% до 0,7%).

В марте темп прироста цен на непродовольственные товары увеличился на 0,3 п.п. по сравнению с февралем и составил 0,7%. В этой товарной группе в большей степени выросли цены на табач-



Источник: Росстат.

Рис. 1. Темп прироста ИПЦ в 2011–2014 гг. (% за год)

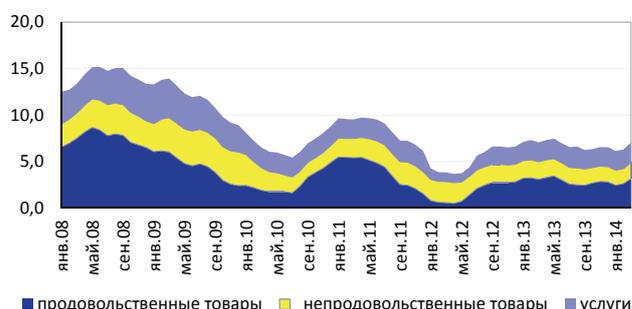


Рис. 2. Факторы инфляции 2008–2014 гг. (% за месяц к соответствующему месяцу предыдущего года)

ные изделия – на 3,5% (+1,7% в феврале), автомобильный бензин – на 1,5% (+0,4%), медикаменты – на 1,1% (+0,7%), строительные материалы – на 0,5% (+0,2%), трикотажные изделия и ткани – на 0,6% (+0,3%), обувь – на 0,5% (+0,2%).

В апреле инфляция продолжила расти вследствие сезонного увеличения цен на плодоовощную продукцию, а также неблагоприятной конъюнктуры рынков отдельных товаров: молочной продукции, сахара, свинины, бензина. Отметим, что основной вклад в ускорение инфляции с учетом значительной доли импортных товаров в потреблении экономических агентов РФ внесло ослабление рубля. По итогам 21 дня апреля ИПЦ составил 0,6% (0,4% за аналогичный период 2013 г.). Основными

<sup>1</sup> 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.

сдерживающими инфляцию факторами является отсутствие выраженного давления на цены со стороны спроса, а также снижение цен на сельскохозяйственную продукцию на мировом рынке.

В марте 2014 г. денежная база в широком определении увеличилась на 1,2% до 9344,7 млрд руб. (см. рис. 3). Среди увеличившихся компонент широкой денежной базы можно выделить: корсчета банков (рост на 16,1% до 1162,6 млрд руб.), депозиты банков (увеличение на 11,0% до 118,7 млрд руб.), обязательные резервы (увеличение на 6,5% до 442,7 млрд руб.). Объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций уменьшился на 1,1% до 7620,7 млрд руб.

Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в марте снизилась на 0,7% и составила на 1 апреля 8063,4 млрд руб. (см. рис. 4).

В марте объем избыточных резервов коммерческих банков<sup>1</sup> уменьшился на 15,6% до 1281,3 млрд руб., при этом задолженность банков по сделкам РЕПО увеличилась на 29,9% и составила 3,05 трлн руб. По данным на 25 апреля задолженность банков по сделкам РЕПО выросла до 3,2 трлн руб. Ставка процента на межбанковском рынке<sup>2</sup> в марте в среднем находилась на уровне 7,9% (6,0% в феврале 2014 г.). С 1 по 25 апреля средняя межбанковская ставка составила 7,7% (см. рис. 5). Резкое увеличение ставки межбанковского кредитования связано с принятым Банком России 3 марта 2014 г. решением о временном повышении на 1,5 п.п. ключевой ставки процента с 5,5 до 7% годовых, а также процентных ставок по инструментам предоставления и абсорбирования ликвидности в связи с резким ухудшением ситуации на финансовых рынках из-за событий на Украине.

В рамках очередного трехмесячного аукциона РЕПО под залог нерыночных активов, проведенного Банком России 6 марта 2014 г., ставка отсечения сложилась на уровне 7,41%, а объем предоставленных средств составил 200 млрд руб. 14 апреля 2014 г. по результатам аналогичного аукциона было предоставлено 700 млрд руб. при ставке отсечения в размере 7,26% годовых. Отметим, что несмотря на весьма выгодные условия кредитования по плавающей ставке, участие в подобном аукционе доступно лишь для крупных банков, у которых есть необходимая залоговая база.

1 Под избыточными резервами коммерческих банков в ЦБ РФ понимается сумма корреспондентских счетов коммерческих банков, их депозитов в ЦБ РФ, а также облигаций ЦБ РФ у коммерческих банков.

2 Межбанковская ставка – среднемесячная ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях.



Рис. 3. Задолженность коммерческих банков в Банке России в 2008–2014 гг.



Рис. 4. Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных (международных) резервов РФ в 2007–2014 гг.

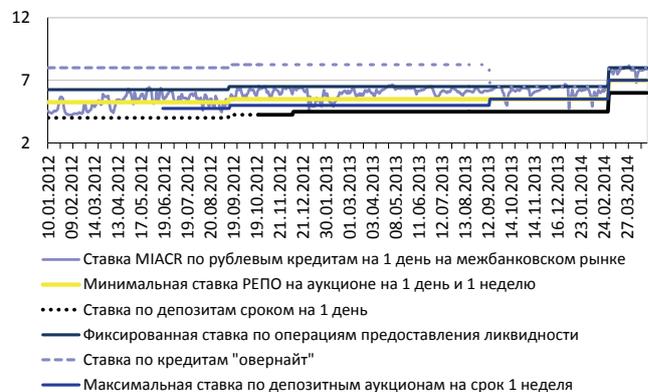


Рис. 5. Коридор процентных ставок Банка России и динамика межбанковского рынка в 2012–2014 гг. (% годовых)

На 1 апреля 2014 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 486,1 млрд долл., снизившись с начала года на 4,6% (рис. 4). При этом величина резервов в виде монетарного золота в марте уменьшилась на 1,2 млрд долл. вследствие отрицательной переоценки активов. Сокращение международных резервов в январе – марте 2014 г. преимущественно было вызвано проведением регулятором валютных интервенций, направленных на поддержание курса рубля в условиях ослабления

курсов валют развивающихся стран и нестабильной геополитической ситуации из-за событий на Украине.

Валютные интервенции Банка России в виде продажи иностранной валюты по итогам марта достигли 22,3 млрд долл. и 2,3 млрд евро (см. рис. 6). Операции по покупке иностранной валюты регулятором, связанные с пополнением или расходованием Федеральным казначейством средств суверенных фондов в иностранных валютах, в марте текущего года составили 290 млн долл. Отметим, что предыдущий рекорд валютных интервенций за последние 3 года (8,6 млрд долл. за январь 2014 г.) превышен в 3 раза. В марте границы бивалютного коридора сдвигались 8 раз на 5–10 коп. и вышли на уровень 36,25–43,25 руб. За период с 1 по 24 апреля регулятор дважды сдвигал границы валютного коридора на 5 коп. По состоянию на 24 апреля границы коридора стоимости бивалютной корзины находились на уровне 36,35–43,35 руб. С 1 по 24 апреля объем продажи Банком России иностранной валюты достиг 2,4 млрд долл., при этом валютные интервенции, связанные с пополнением Федеральным казначейством средств суверенных фондов, составили 878 млн долл. В апреле ситуация на валютном рынке РФ несколько стабилизировалась, однако дальнейшая динамика курса рубля в краткосрочном периоде по-прежнему будет в значительной степени определяться геополитическими факторами.

По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны в I кв. 2014 г. достиг 50,6 млрд долл. США, что в 1,8 раза больше, чем за аналогичный период 2013 г. Напомним, что за весь 2013 г. отток капитала из России составил 59,7 млрд долл. Чистый вывоз капитала банками в I кв. 2014 г. достиг 18,9 млрд долл., прочими секторами – 31,7 млрд долл. Существенный масштаб оттока капитала из России в I кв. 2014 г. обусловлен прежде всего напряженной геополитической обстановкой.

В марте реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 1,7% (–3,9% в феврале 2014 г.). В целом за I кв. 2014 г. реальный эффективный курс уменьшился на 4,6% по отношению к IV кв. 2013 г. и на 8,5% по отношению к соответствующему периоду 2013 г. (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в марте снизился на 1,6% до 35,6 руб. Снижение курса евро к рублю в марте составило 1,2% (49,1 руб.). В марте курс евро к доллару в среднем составлял 1,38. Стоимость бивалютной корзины в марте снизилась на 1,4% до 41,7 руб. Отметим, что в марте стоимость бивалютной корзины достигла исторического мак-



Рис. 6. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в марте 2010 г. – марте 2014 г.

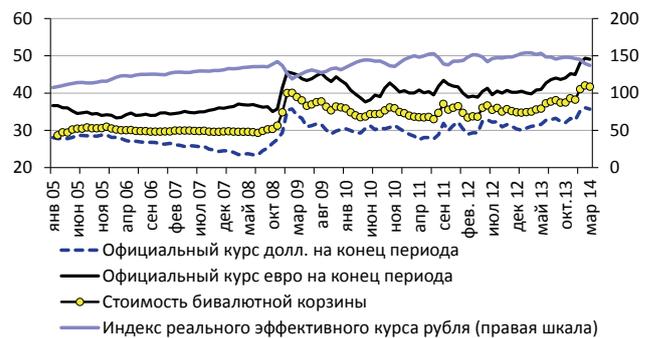


Рис. 7. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 г. – феврале 2014 г.

симуму в 43,1 руб. По итогам 25 дней апреля курс доллара к рублю вырос на 0,2% и составил 35,7 руб., курс евро к рублю вырос на 0,7% и достиг 49,3 руб., в результате стоимость бивалютной корзины увеличилась на 0,5% до 41,8 руб. В среднем курс евро к доллару в апреле оказался равным 1,38. Отметим, что укрепление евро связано как с выходом экономики еврозоны из рецессии, так и с консервативной денежно-кредитной политикой ЕЦБ. Ослабление рубля к доллару в январе – марте 2014 г. преимущественно обусловлено усилением оттока капитала из страны вследствие нестабильной геополитической ситуации на Украине, оптимистичными прогнозами относительно экономического роста в США и ЕС, замедлением темпов роста российской экономики. Некоторое укрепление рубля в конце марта было вызвано тем, что жестких экономических санкций в отношении России из-за ситуации в Крыму не последовало.

Совет директоров ЦБ РФ 25 апреля 2014 г. принял решение вновь повысить ключевую ставку до 7,5% годовых. Данное решение направлено на снижение рисков значительного роста инфляции и поддержание финансовой стабильности, связанных с обесценением рубля в условиях нарастающей политической напряженности.

В тот же день Банк России также объявил о том, что ключевая ставка не будет снижена в ближайшие месяцы. По оценкам регулятора, повышение ключевой ставки позволит замедлить годовую инфляцию до уровня не выше 6%. Мы полагаем, что временное повышение процентной ставки в

условиях паники на финансовых рынках является правильным шагом, однако в случае сохранения такой ставки на протяжении длительного периода времени это может оказать негативное влияние на экономическую активность, которая и так замедляется. ●