

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

В июне 2014 г. индекс потребительских цен составил 0,6% (0,4% в июне 2013 г.), оказавшись ниже аналогичного показателя мая на 0,3 п.п. В результате инфляция по итогам 12 месяцев составила 7,8%. За 21 день июля ИПЦ достиг 0,5%. По состоянию на 1 июля 2014 г. задолженность банков перед регулятором достигла 5,4 трлн руб. 25 июля Банк России продолжил ужесточение денежно-кредитной политики, увеличив ключевую ставку с 7,5 до 8% годовых.

В июне инфляция в РФ оставалась высокой: индекс потребительских цен по итогам месяца составил 0,6% (в мае 2014 г. – 0,9%), что выше аналогичного показателя 2013 г. на 0,2 п.п. В результате инфляция в годовом выражении достигла 7,8% (см. рис. 1). Базовая инфляция<sup>1</sup> в июне 2014 г. составила 0,8%, оказавшись выше аналогичного показателя прошлого года на 0,5 п.п.

Цены на продовольственные товары в июне выросли на 0,7% по сравнению с маем 2014 г. (см. рис. 2). Увеличился темп прироста цен на сахар-песок (с 1,5% в мае до 3,9% в июне), яйца (-11,7% – в мае, 1,0% – в июне). Замедлился темп прироста цен на мясо и птицу (с 4,4% – в мае до 2,6% – в июне), молоко и молочную продукцию (с 0,9% – в мае до 0,4% – в июне), макаронные изделия (с 0,8% – в мае до 0,6% – в июне), крупы и бобовые (с 1,0% – в мае до 0,8% – в июне), сливочное масло (с 1,0% – в мае до 0,7% – в июне), алкоголь (1,2% – в мае, 0,8% – в июне). Снижился темп прироста цен на плодоовощную продукцию (2,4% – в мае, -2,8% – в июне).

Цены и тарифы на платные услуги населению в июне увеличились на 0,9%, тогда как в мае они выросли на 0,8%. Тарифы на жилищно-коммунальные услуги в целом за июнь выросли на 0,3%, что на 0,5 п.п. ниже, чем в мае. Увеличился темп прироста цен на услуги зарубежного туризма (с 1,6% – в мае до 2,9% – в июне), услуги пассажирского транспорта (с 1,2% – в мае до 2,6% – в июне), на санаторно-оздоровительные услуги (с 2,2% – в мае до 6,8% – в июне). Замедлились темпы прироста цен на услуги организаций культуры (с 0,5% – в мае до 0,2% – в июне), услуги страхования (с 3,2% – в мае до 1,5% – в июне), услуги сектора физкультуры и спорта (с 0,3% – в мае до 0,0% – в июне)

В июне темп прироста цен на непродовольственные товары снижился на 0,1 п.п. по сравнению с ма-

ем и составил 0,4%. Увеличился темп прироста цен на ткани (с 0,6% – в мае до 0,8% – в июне), телерадиотовары (с -0,1 – в мае до 0,2% – в июне). Замедлилось удорожание табачных изделий (с 3,3% – в мае до 2,1% в июне), медикаментов (с 1,2% – в мае до 1,0% – в июне), обуви (с 0,4% – в мае до 0,1% – в июне).

По итогам 21 дня июля ИПЦ составил 0,5% (0,8% за аналогичный период 2013 г.). Замедление темпов прироста цен в июле 2014 г. по сравнению с аналогичным периодом 2013 г. связано с более низкой индексацией тарифов на услуги ЖКХ, а также со снижением цен на плодоовощную продукцию. Отметим, что в целом основной вклад в ускорение инфляции в первой половине 2014 г. с учетом значительной доли импортных товаров в потреблении экономических агентов РФ внесло ослабление рубля. Другими факторами инфляции в январе-июле 2014 г. являются ограничения, введенные Россельхознадзором, на ввоз мяса из ЕС и США в начале года, сокращение поголовья скота в связи с дефицитом кормов, неблагоприятные погодные условия в ряде стран, а также снижение отгрузок некоторых видов сельскохозяйственной продукции из Украины. Основными сдерживающим инфляцию факторами остаются отсутствие выраженного давления на цены со стороны спроса, а также принятые Банком России меры, направленные на ужесточение денежно-кредитной политики.



Источник: Росстат.

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

1 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.

В июне 2014 г. денежная база в широком определении выросла на 3,7% до 9672,4 млрд руб. (см. рис. 3). Среди увеличившихся компонент широкой денежной базы можно выделить: объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (увеличение на 0,3% до 7779,9 млрд руб.), депозиты банков (увеличение на 1,0% до 89 млрд руб.), корсчета банков (увеличение на 30,6% до 1371,5 млрд руб.). Обязательные резервы снизились на 0,6% до 432,1 млрд руб.

Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в июне увеличилась на 0,3% и составила 8212 млрд руб. (см. рис. 4).

В июне объем резервов коммерческих банков составил 1312,8 млрд руб., при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 432,1 млрд руб., а усредненная величина резервов в период с 10.06.2014 до 10.07.2014 – 880,7 млрд руб. По состоянию на 1 июля 2014 г. задолженность банков перед регулятором составила 5,4 трлн руб., увеличившись с начала июня на 7%. Задолженность банков по сделкам РЕПО снизилась на 6,9% и составила 2,6 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, составила 2,4 трлн руб., увеличившись на 15,5%. По данным на 28 июля задолженность банков по сделкам РЕПО увеличилась до 2,9 трлн руб., а задолженность по другим кредитам снизилась до 2,3 трлн руб. Отметим, что Банк России использовал операции РЕПО по фиксированной ставке, в среднем ежедневный объем предоставляемых средств в июне составил 16,8 млрд руб., в июле – 47,9 млрд руб. При этом 30 июня, 15, 21, 22 июля ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях пересекала верхнюю границу процентного коридора. Ставка процента на межбанковском рынке<sup>1</sup> в июне в среднем находилась на уровне 8,2% (8,2% в мае 2014 г.). С 1 по 25 июля средняя межбанковская ставка составила 8,1% (см. рис. 5).

В рамках очередного трехмесячного аукциона РЕПО под залог нерыночных активов, проведенного Банком России 9 июня 2014 г., банкам было предоставлено 500,0 млрд руб. при ставке отсечения в размере 7,75% годовых. На аналогичном аукционе, проведенном 14 июля 2014 г., объем представленных регулятором средств кредитным организациям составил 588,3 млрд руб. при ставке 7,76% годовых. 28 июля 2014 г. был проведен двенадцатимесячный аукцион РЕПО под залог нерыночных активов, объем предоставленных средств составил 495 млрд руб. при ставке 8,25%. Несмотря на весь

<sup>1</sup> Межбанковская ставка – среднемесячная ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях.

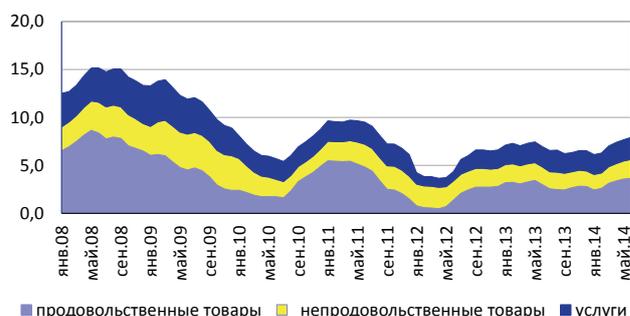


Рис. 2. Факторы инфляции в 2008–2014 гг. (% , месяц к соответствующему месяцу предыдущего года)

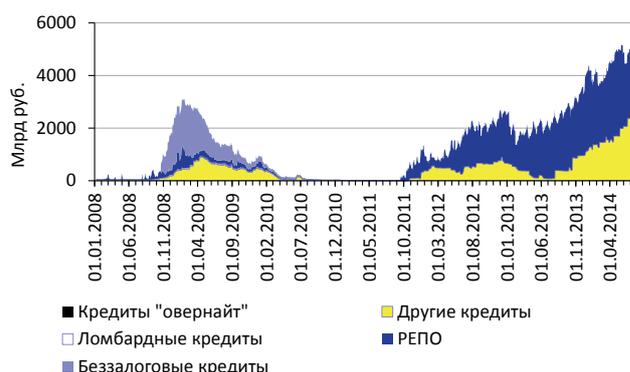


Рис. 3. Задолженность коммерческих банков в Банке России в 2008–2014 гг.



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

ма выгодные условия кредитования по плавающей ставке, участие в подобном аукционе доступно лишь для крупных банков, у которых есть необходимая залоговая база.

Отметим, что с 30 июня 2014 г. регулятор увеличил максимальные сроки предоставления средств с 365 до 549 дней по таким операциям постоянного действия как кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами, а также кредиты, обеспеченные золотом. Данная мера направлена на расширение возможностей кредитных

организаций по управлению собственной ликвидностью. С нашей точки зрения, воздействие данной меры на ликвидность банковского сектора окажется несущественным. В настоящий момент наиболее востребованными среди обеспеченных кредитов являются кредиты сроком от 1 до 3 месяцев, их доля в суммарной задолженности банков по обеспеченным кредитам в среднем в июне 2014 г. составляла 60%. На долю обеспеченных кредитов сроком от 181 дня до 365 дней приходилось в среднем лишь 7%.

Низкий спрос на данный инструмент предоставления ликвидности обусловлен высоким уровнем фиксированной процентной ставки, отсутствием у большинства банков залога нужной срочности (12 месяцев), а также высокими альтернативными издержками снижения доступной кредитным организациям залоговой массы (упущенные возможности получения кредитов на короткие сроки в результате дефицита доступной залоговой массы).

На 1 июля 2014 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 478,3 млрд долл., снизившись с начала года на 6,2% (рис. 4). При этом величина резервов в виде монетарного золота в июне увеличилась на 2,1 млрд долл. вследствие положительной переоценки активов. Сокращение международных резервов в январе-апреле 2014 г. преимущественно было вызвано проведением регулятором валютных интервенций, направленных на поддержание курса рубля.

Валютные интервенции Банка России в виде нетто-покупки иностранной валюты по итогам июня составили 1356,5 млн долл. и 113,7 млн евро (см. рис. 6). Операции по покупке иностранной валюты регулятором, связанные с пополнением и расходованием Федеральным казначейством средств суверенных фондов в иностранных валютах, в июне составили 1510 млн долл. В июне границы бивалютного коридора не сдвигались и сохранялись на уровне 36,40–43,40 руб. За период с 1 по 28 июля границы валютного коридора также оставались неизменными. В этот же период валютные интервенции Банка России не проводились.

По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны в II квартале 2014 г. достиг 25,8 млрд долл., что в 4,7 раза больше, чем за аналогичный период 2013 г. В целом за полгода отток капитала составил 74,6 млрд руб., что в 2,2 раза выше, чем за январь-июнь 2013 г. За 12 месяцев 2013 г. отток капитала из России составил 61,0 млрд долл. Чистый вывоз капитала банками за первое полугодие 2014 г. достиг 38,3 млрд долл., прочими секторами – 36,4 млрд долл. Существенный масштаб оттока капитала из России в первом

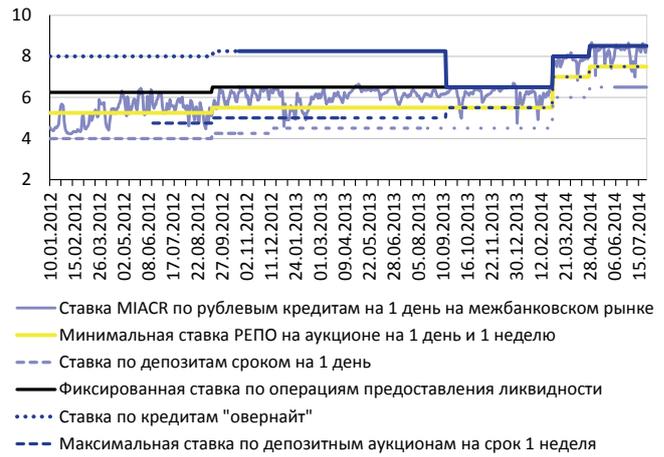


Рис. 5. Коридор процентных ставок Банка России и динамика межбанковского рынка в 2012–2014 гг. (% годовых)



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

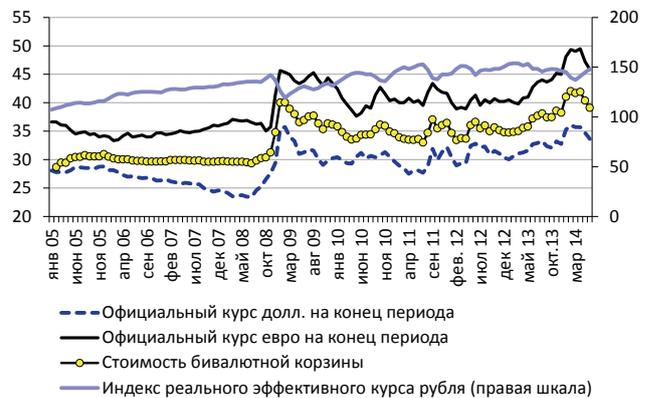


Рис. 7. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 г. – июне 2014 г.

полугодия 2014 г. обусловлен замедлением экономического роста РФ, а также напряженной геополитической обстановкой.

В июне реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам вырос на 2,4% (2,7% в мае 2014 г.). В целом за II квартал 2014 г. реальный эффективный курс увеличился на 2,8% по отношению к I кварталу 2014 г. В первом полугодии 2014 г. ре-

альный эффективный курс рубля снизился на 6,4% по отношению к аналогичному периоду 2013 г. (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в июне снизился на 3,0% до 33,63 руб., а курс евро к рублю – на 2,9% (45,83 руб.). В июне курс евро к доллару в среднем составлял 1,36. Стоимость бивалютной корзины в июне уменьшилась на 2,9% до 39,1 руб. По итогам 29 дней июля курс доллара к рублю увеличился на 3,3% и достиг 35,35 руб., курс евро к рублю вырос на 1,4% и составил 47,48 руб., в результате стоимость бивалютной корзины увеличилась на 2,3% до 40,8 руб. В среднем курс евро к доллару в июне оказался равным 1,36. Отметим, что динамика курса рубля в первой половине текущего года преимущественно находилась под влиянием геополитических факторов и связанным с ними оттоком капитала из РФ.

17 июня Банк России принял решение о повышении гибкости механизмов курсообразования для снижения рисков финансовой стабильности. Регулятор снизил величину валютных интервенций, осуществляемых в рамках внутренних диапазонов плавающего операционного интервала, на 100 млн долл. Ширина диапазона, в рамках которого Банк России не осуществляет валютные интервенции, направленные на сглаживание волатильности обменного курса рубля, была увеличена с 3,1 руб. до 5,1 руб. Помимо этого Банком России было принято решение о снижении величины накопленных интервенций, приводящих к сдвигу границ операционного интервала на 5 копеек, с 1500 млн долл. до 1000 млн долл. Отметим, что принятые меры позволят усилить роль рыночных факторов в процессе курсообразования в условиях перехода к режиму инфляционному таргетирования.

25 июля Совет директоров Банка России принял решение об ужесточении денежно-кредитной политики. Ключевая ставка процента была повышена с 7,5% годовых до 8% годовых. Напомним, что 3 марта данная ставка была увеличена с 5,5% годовых до 7% годовых, 28 апреля – еще на 0,5 п.п. до 7,5% годовых. Введение данной меры связано с высокими темпами роста потребительских цен,

увеличением инфляционных ожиданий из-за усиления международной напряженности, а также обсуждаемым в Правительстве возможным ужесточением налоговой и тарифной политик. В случае сохранения инфляционных рисков регулятор намерен продолжать повышение ключевой ставки для достижения целевого уровня инфляции 4% в среднесрочной перспективе.

Отметим, что данное решение ЦБ РФ говорит о стратегических приоритетах Банка России. В условиях слабой и неустойчивой экономической динамики ЦБ РФ мог предпочесть монетарное смягчение для стимулирования роста. Тем более, что оценки т.н. «разрыва выпуска», выполненные экономистами Банка России, являются отрицательными, а это является аргументом в пользу снижения ставок. Вместо этого денежные власти пошли на монетарное ужесточение, чтобы сдержать инфляцию и добиться уменьшения ее темпов до целевого уровня 4% в среднесрочной перспективе. Это свидетельствует о том, что руководство Банка России ориентировано на достижение своей основной цели, т.е. на обеспечение стабильности в монетарной сфере.

Денежные власти всерьез опасаются, что инфляционные ожидания, подогретые девальвацией начала года, политической неопределенностью и обсуждаемым сегодня в правительстве перспективном повышении налогов, могут спровоцировать новый виток инфляции. Повышая ставку на 0,5%, а также заявляя, что при сохранении инфляционных рисков повышение ставок продолжится, центральный банк дает сигнал о том, что он намерен последовательно подавлять инфляцию и учитывает при принятии своих решений инфляционные ожидания.

Отметим, что в целом решение ЦБ РФ о повышении ключевой ставки на 0,5% не выглядит как жесткая мера ДКП. Но при этом повышение ключевой ставки дает сигнал рыночным игрокам о готовности денежных властей продолжить монетарное ужесточение в будущем, что, в свою очередь, поможет стабилизировать инфляционные ожидания. ●