

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

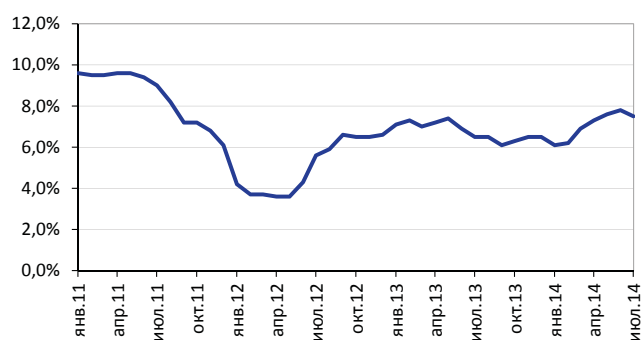
А.Божечкова

В июле 2014 г. индекс потребительских цен составил 0,5% (0,8% в июле 2013 г.), оказавшись ниже аналогичного показателя июня на 0,1 п.п. В результате инфляция в годовом выражении составила 7,5%. За 25 дней августа ИПЦ достиг 0,2%. 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.

В июле инфляция в РФ оставалась высокой: индекс потребительских цен по итогам месяца составил 0,5% (в июне текущего года – 0,6%), что ниже аналогичного показателя 2013 г. на 0,3 п.п. В результате инфляция в годовом выражении достигла 7,5% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в июле 2014 г. составила 0,6%, оказавшись выше аналогичного показателя прошлого года на 0,3 п.п. Увеличение базовой инфляции в 2014 г. с 5,5% в годовом выражении в январе до 7,8% в июле в условиях более низких темпов индексации регулируемых тарифов на услуги естественных монополий по сравнению с 2013 г. говорит о существенном росте уровня цен на потребительском рынке, обусловленном геополитической напряженностью и ослаблением рубля.

Цены на продовольственные товары в июле снизились на 0,1% по сравнению с июнем 2014 г. (см. рис. 2), что преимущественно обусловлено сезонным снижением темпа прироста цен на плодоовощную продукцию (-2,8% – в июне, -8,1% – в июле). В результате запрета импорта свинины продолжили увеличиваться темпы прироста цен на мясо и птицу (с 2,6% в июне до 1,8% в июле) и связанные продукты, включая яйца (1,0% – в июне, 10,9% – в июле). Высокими оставались темпы прироста цен на хлеб и хлебобулочные изделия (0,7% в июне и июле), макаронные изделия (0,6% в июне и июле). Замедлился темп прироста цен на сахар-песок (с 3,9% в июне до 1,6% в июле), крупы и бобовые (с 0,8% в июне до 0,4% в июле), сливочное масло (с 0,7% в июне до 0,4% в июле), алкоголь (0,8% – в июне, 0,6% – в июле), молоко и молочную продукцию (с 0,4% в июне до 0,3% в июле).

Цены и тарифы на платные услуги населению в июле увеличились на 1,4%, тогда как в июне они выросли на 0,9%. Тарифы на жилищно-коммунальные



Источник: Росстат.

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

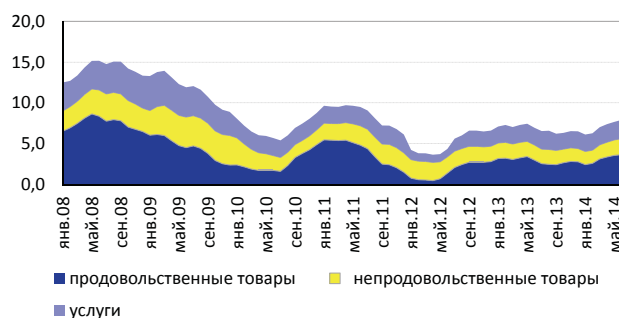


Рис. 2. Факторы инфляции в 2008–2014 гг. (% за месяц к соответствующему месяцу предыдущего года)

услуги в целом за июль выросли на 2,8% (0,3 п.п. в июне). Замедлились темпы прироста цен на услуги зарубежного туризма (с 2,9% в июне до 2,0% в июле), услуги пассажирского транспорта (с 2,6% в мае до 1,3% в июне), на санаторно-оздоровительные услуги (с 6,8% в мае до 1,9% в июне), медицинские услуги (с 0,7% в июне до 0,4% в июле), услуги страхования (с 1,5% в июне до 0,7% в июле).

В июле темп прироста цен на непродовольственные товары оказался равным аналогичному показателю в июне и составил 0,4%. Увеличился темп прироста цен на автомобильный бензин (с 0,6% в июне до 1,5% в июле). Замедлилось удорожание табачных изделий (с 2,1% в июне до 1,8% в июле),

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.

тканей (с 0,8% в июне до 0,4% в июле), моющих и чистящих средств (с 1,2% в июне до 0,8% в июле).

В целом в июле вклад в темп прироста инфляции в годовом выражении продовольственных товаров составил 48%, непродовольственных товаров – 27,7%, цен и тарифов на платные услуги населению – 24,3%.

По итогам 25 дней августа ИПЦ составил 0,2% (0,1% за аналогичный период 2013 г.). Некоторое ускорение темпов прироста цен в августе 2014 г. по сравнению с аналогичным периодом 2013 г. во многом связано с запретом на ввоз в Россию ряда продовольственных товаров, включая свинину (+1,7%), мороженую рыбу (+1%), сыры (+0,5%) и т.д., из стран ЕС, США, Норвегии, Канады, Австралии. Отметим, что повышательное давление на инфляцию до конца года будут оказывать последствия перекрестных санкций России и Запада и ослабление рубля в условиях геополитической напряженности и масштабного оттока капитала. 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.

В июле 2014 г. денежная база в широком определении сократилась на 0,6% до 9613,5 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 1,0% до 7856,3 млрд руб.), депозиты банков (увеличение на 21,1% до 107,8 млрд руб.). Корсчета банков снизились на 11,2% до 1218,3 млрд руб., обязательные резервы уменьшились на 0,2% до 431,1 млрд руб.

Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в июле увеличилась на 0,9% и составила 8297,4 млрд руб. (см. рис. 4).

В июле объем резервов коммерческих банков составил 1308,5 млрд руб., при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 431,1 млрд руб., а усредненная величина резервов в период с 10.07.2014 до 10.08.2014 – 877,4 млрд руб.

По состоянию на 1 августа 2014 г. задолженность банков перед регулятором составила 5,6 трлн руб., увеличившись с начала июня на 4,2%. Задолженность банков по сделкам РЕПО возросла на 3,7% и составила 2,7 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 2,5 трлн руб., увеличившись на 5,8%. По данным на 29 августа задолженность банков по сделкам РЕПО снизилась до 2,4 трлн руб., а задолженность по другим кредитам увеличилась до

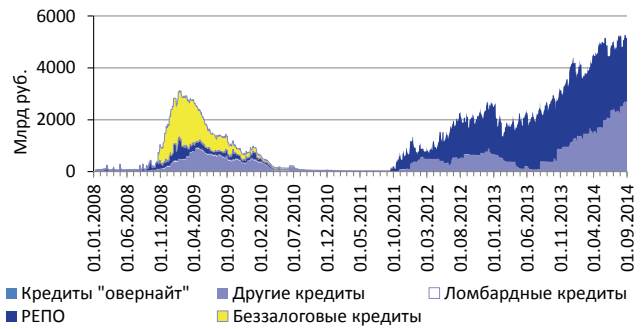


Рис. 3. Задолженность коммерческих банков в Банке России в 2008–2014 гг.

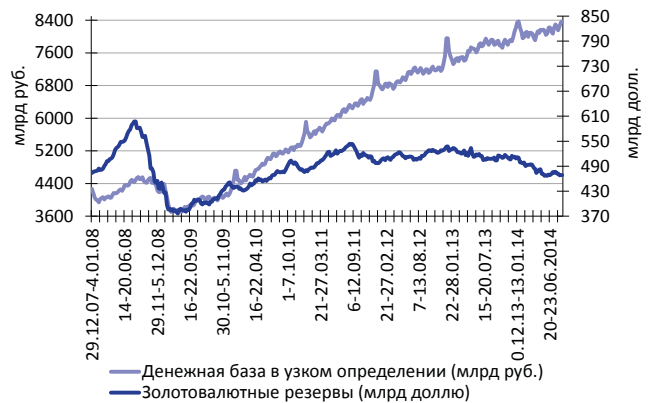


Рис. 4. Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных (международных) резервов РФ в 2007–2014 гг.

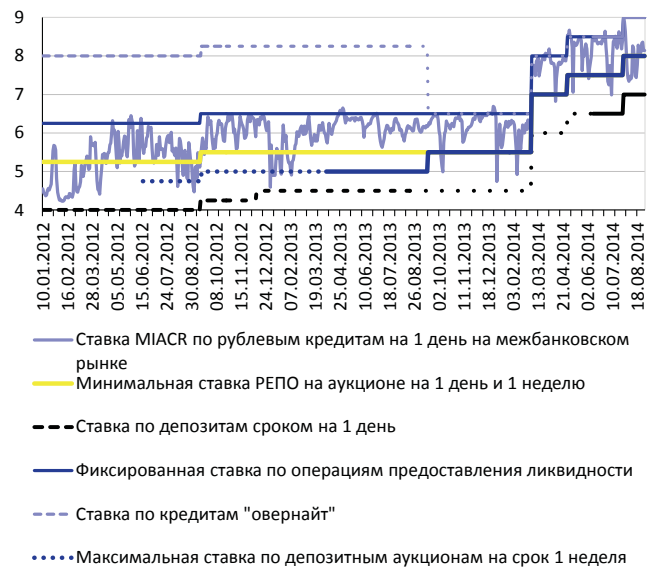


Рис. 5. Коридор процентных ставок Банка России и динамика межбанковского рынка в 2012–2014 гг. (% годовых)

2,7 трлн руб. Отметим, что Банк России использовал операции РЕПО по фиксированной ставке, в среднем ежедневный объем предоставляемых

средств в июле составил 43,2 млрд руб., в августе – 25,7 млрд руб. При этом 15, 21, 22 июля ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях пересекла верхнюю границу процентного коридора, объем предоставленных средств в рамках операций РЕПО по фиксированной ставке составил 11,2; 3,7; 2,5 млрд руб. Ставка процента на межбанковском рынке¹ в июле в среднем находилась на уровне 8,2% (8,2% в июне 2014 г.). С 1 по 29 августа средняя межбанковская ставка составила 7,9% (см. рис. 5). Отметим, что спрос банковского сектора на ликвидность ЦБ РФ до конца года будет возрастать в связи с ограничением доступа к источникам внешнего финансирования для ряда российских госбанков со стороны США и ЕС.

В рамках очередного трехмесячного аукциона РЕПО под залог нерыночных активов, проведенного Банком России 14 июля 2014 г., банкам было предоставлено 588,3 млрд руб. при ставке отсечения в размере 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 весьма выгодные условия кредитования по плавающей ставке, участие в подобном аукционе доступно лишь для крупных банков, у которых есть необходимая залоговая база. На трехмесячном аукционе, проведенном 11 августа 2014 г., объем представленных регулятором средств кредитным организациям составил 600 млрд руб. при ставке 8,26% годовых. Отметим, что в связи с прогнозируемым сезонным увеличением спроса коммерческих банков на ликвидность регулятор увеличил максимальный объем средств, предоставляемых на очередном подобном аукционе в сентябре 2014 г., до 700 млрд руб.

На 1 августа 2014 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 468,8 млрд долл., снизившись с начала года на 8,0% (рис. 4). При этом величина резервов в виде монетарного золота в июле уменьшилась на 0,6 млрд долл. вследствие отрицательной переоценки активов.

В июле и августе регулятор не проводил валютные интервенции (рис. 6). В июле границы бивалютного коридора не сдвигались и сохранялись на уровне 36,40–43,40 руб. 18 августа в целях повышения гибкости механизма курсообразования Банк России расширил интервал допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины до 35,40 – 44,40 руб. Помимо этого регулятор снизил до нуля объем валютных интервенций, направленных на сглаживание волатильности обменного кур-

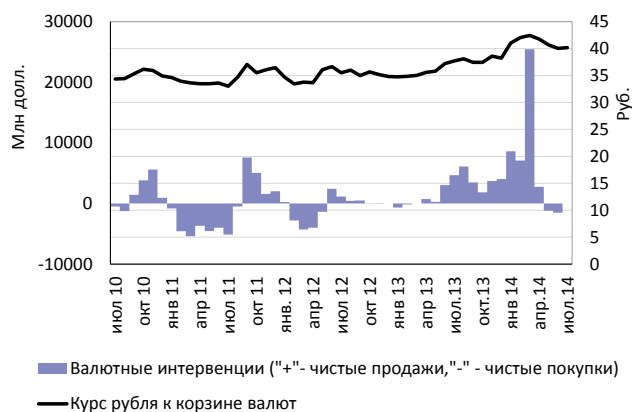


Рис. 6. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в марте 2010 г. – июле 2014 г.

са рубля в пределах внутренних диапазонов плавающего операционного интервала, а также сократил величину накопленных интервенций, приводящих к сдвигу границ плавающего операционного интервала на 5 коп., с 1000 млн долл. до 350 млн долл. Отметим, что принятые меры позволят усилить роль рыночных факторов в процессе курсообразования в условиях перехода к режиму инфляционного таргетирования, что повысит волатильность валютного курса.

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

В июле реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 0,2% (+2,7% в июне 2014 г.). В целом за II квартал 2014 г. реальный эффективный курс увеличился на 2,9% по отношению к I кварталу 2014 г. В первом полугодии 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 6,4% по отношению к аналогичному периоду 2013 г. (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в июле увеличился на 4,7% до 35,44 руб., а курс евро к рублю – на 2,8% (47,47 руб.). В июле курс евро к доллару в среднем составлял 1,36. Стоимость бивалютной корзины в июле выросла на 3,7% до 40,86 руб. По ито-

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

гам августа курс доллара к рублю увеличился на 5,2% и достиг 37,29 руб., курс евро к рублю вырос на 3,2% и составил 48,97 руб., в результате стоимость бивалютной корзины увеличилась на 4,1% до 42,55 руб. В среднем курс евро к доллару в августе оказался равным 1,33. Отметим, что динамика курса рубля в первой половине текущего года преимущественно находилась под влиянием геополитических факторов и связанным с ними оттоком капитала из РФ. В дальнейшем понижающее давление на рубль также будут оказывать принятые западными странами санкции против России, вызывающие отток капитала из РФ. Укрепление доллара США в августе связано с ожиданиями участников валютного рынка повышения ставок процента ФРС и негативной экономической ситуацией в зоне евро.

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 политики. В случае сохранения инфляционных рисков регулятор намерен продолжать повышение ключевой ставки для достижения целевого уровня инфляции в 4% в среднесрочной перспективе.

Отметим, что данное решение ЦБ РФ говорит о стратегических приоритетах Банка России – обеспечение стабильности в монетарной сфере. 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 экономи-

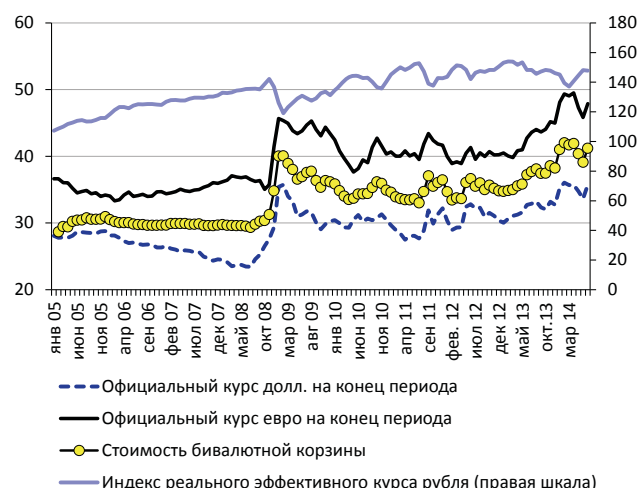


Рис. 7. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 г. – июле 2014 г.

стами Банка России, являются отрицательными, а это – аргумент в пользу снижения ставок. Вместо этого денежные власти пошли на монетарное ужесточение, чтобы сдерживать инфляцию.

Денежные власти всерьез опасаются, что инфляционные ожидания, подогретые девальвацией начала года, политической неопределенностью и обсуждаемым сегодня в правительстве вопросом повышения в перспективе налогов, могут спровоцировать новый виток инфляции. Повышая ставку на 0,5%, а также заявляя, что при сохранении инфляционных рисков повышение ставок продолжится, Центральный банк показывает, что он намерен последовательно подавлять инфляцию.

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