

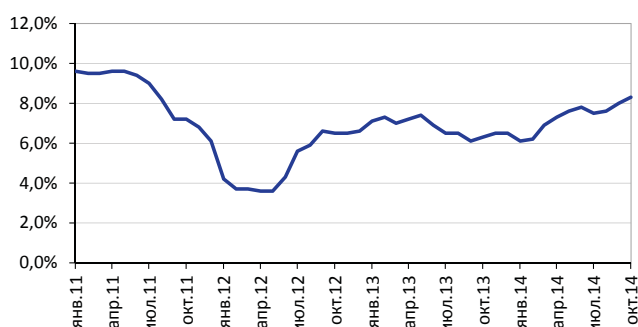
ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

В октябре 2014 г. индекс потребительских цен составил 0,8% (0,6% в октябре 2013 г.), оказавшись выше аналогичного показателя сентября на 0,1 п.п. В результате инфляция в годовом выражении поднялась до 8,3%. За 24 дня ноября ИПЦ достиг 1,0%. 10 ноября Банк России принял решение об упряднении действовавшего механизма курсообразования, отменив интервал допустимых значений стоимости бивалютной корзины и регулярные интервенции на границах операционного интервала и за его пределами.

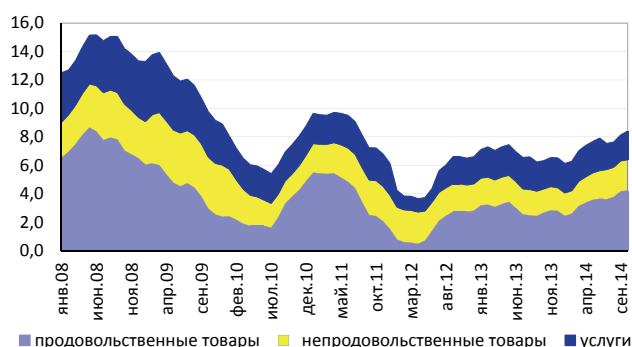
В октябре инфляция в РФ ускорилась: индекс потребительских цен по итогам месяца составил 0,8% (в сентябре текущего года – 0,7%), что выше аналогичного показателя 2013 г. на 0,2 п.п. В результате инфляция в годовом выражении достигла 8,0% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в октябре 2014 г. составила 0,8%, оказавшись ниже аналогичного показателя прошлого года на 0,1 п.п. Увеличение базовой инфляции в 2014 г. с 5,5% в годовом выражении в январе до 8,4% в октябре 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 октябре увеличились на 1,2% по сравнению с сентябрем 2014 г. (см. рис. 2). Отметим, что существенным фактором роста цен стало введение ограничений на поставки некоторых видов сельскохозяйственной и продовольственной продукции из США, Канады, Австралии, Норвегии и ЕС. Увеличились также темпы прироста цен на плодоовощную продукцию (с –1,2% в сентябре до 2,8% – в октябре), сливочное масло (с 0,6% в сентябре до 1,2% в октябре), молоко и молочную продукцию (с 0,8% в сентябре до 1,2% в октябре), крупу и бобовые (с –0,1% в сентябре до 0,1% в октябре), подсолнечное масло (с –0,4% в сентябре до 0,2% в октябре). Замедлился прирост цен на мясо и птицу (с 2,9% в сентябре до 1,3% в октябре), рыбу и морепродукты (с 1,9% в сентябре до 1,8% в октябре), яйца (с 1,9% в сентябре до 1,0% в октябре), макаронные изделия (с 0,5% в сентябре до 0,2% в октябре), алкоголь (0,6% – в сентябре, 0,5% – в октябре), хлеб и хлебобулочные изделия (с 0,5% в сентябре до 0,3% в октябре). Продолжи-



Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат.

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

лось снижение цен на сахар-песок (–3,0% – в октябре, –4,0 – в сентябре).

Цены и тарифы на платные услуги населению в октябре увеличились на 0,6%, тогда как в сентябре они выросли на 0,3%. Тарифы на жилищно-коммунальные услуги в целом в октябре выросли на 1,0% (0,6% в сентябре). Замедлилось снижение цен на услуги пассажирского транспорта (с –2,9% в сентябре до –1,4% в октябре), санаторно-оздоровительные услуги (с –2,5% в сентябре до –1,7% в октябре). Снизился темп прироста цен услуги на услуги образования (с 4,7% в сентябре до 2,0% в октябре), дошкольного воспитания (с 1,1% в сентябре до 0,9%

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 октябре), медицинские услуги (с 0,6% в сентябре до 0,4% в октябре), услуги в секторе физкультуры и спорта (с 1,6% в сентябре до 0,5% в октябре). Увеличились темпы прироста цен на услуги зарубежного туризма (с -1% в сентябре до 0,9% в октябре), услуги страхования (с 1,1% в сентябре до 2,8% в октябре).

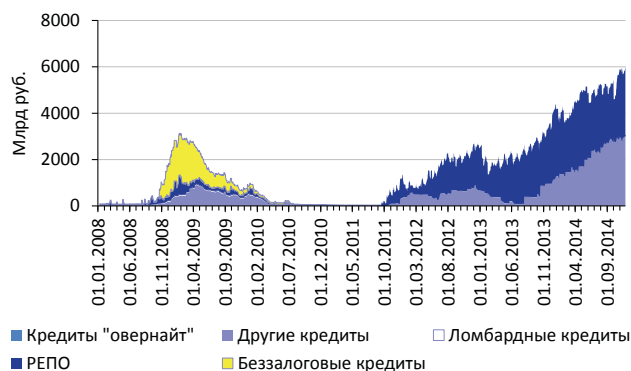
В октябре темп прироста цен на непродовольственные товары составил 0,6%, оказавшись равным аналогичному показателю в сентябре. Продолжили расти цены на обувь (с 0,9% в сентябре до 1,1% в октябре), одежду (с 0,8% в сентябре до 1,1% в октябре), трикотажные изделия (с 0,8% в сентябре до 1,1% в октябре). Увеличились темпы прироста цен на автомобильный бензин (с 1% в сентябре до 1,2% в октябре), электротовары и другие бытовые приборы (с 0,4% в сентябре до 0,6% в октябре). Снижение цен на телерадиотовары сменилось их ростом (-0,1% – в сентябре, 0,1% – в октябре). Замедлилось удорожание табачных изделий (с 1,7% в сентябре до 1,1% в октябре).

В целом в октябре вклад в темп прироста инфляции в годовом выражении продовольственных товаров составил 50,1%, непродовольственных товаров – 25,8%, цен и тарифов на платные услуги населению – 24,1%.

По итогам 24 дней ноября ИПЦ составил 1,0% (0,6% в целом в ноябре 2013 г.). Повышательное давление на инфляцию до конца года будут оказывать последствия перекрестных санкций России и Запады и продолжающееся ослабление рубля. Новый виток снижения курса рубля в октябре-ноябре неизбежно приведет к новому ускорению инфляции в начале 2015 г. Основными сдерживающим инфляцию факторами остаются отсутствие давления на цены со стороны спроса, а также принятые Банком России меры, направленные на ужесточение денежно-кредитной политики.

В октябре 2014 г. денежная база в широком определении снизилась на 3,0% до 9646,4 млрд руб. (см. рис. 3). Среди сократившихся компонент широкой денежной базы можно выделить: депозиты банков (сокращение на 34,6% до 141,4 млрд руб.), корсчета банков (снижение на 21,2% до 1070,9 млрд руб.). Увеличился объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (рост на 0,7% до 7999 млрд руб.) и обязательные резервы (увеличение на 1,3% до 435,1 млрд руб.). Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в октябре выросла на 0,7% и достигла 8434,1 млрд руб. (см. рис. 4).

В октябре объем резервов коммерческих банков составил 1306,8 млрд руб., при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными



Источник: ЦБ РФ.

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



Источник: ЦБ РФ.

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

435,1 млрд руб., а усредненная величина резервов в период с 10.10.2014 до 10.11.2014 – 871,7 млрд руб. За период 10.10.2014 – 10.11.2014 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в среднем составил 282,3 млрд руб., из них сумма депозитов Банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 109,4 млрд руб., а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 172,9 млрд руб.

По состоянию на 1 ноября 2014 г. задолженность банков перед регулятором достигла 6,16 трлн руб., увеличившись с начала сентября на 9,1%. Задолженность банков по сделкам РЕПО выросла на 15,7% и составила 2,9 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами,

1 Под избыточными резервами коммерческих банков в ЦБ РФ понимается сумма депозитов коммерческих банков на счетах в Банке России, облигаций регулятора у коммерческих банков, а также их корреспондентских счетов за вычетом усредненной величины резервов.

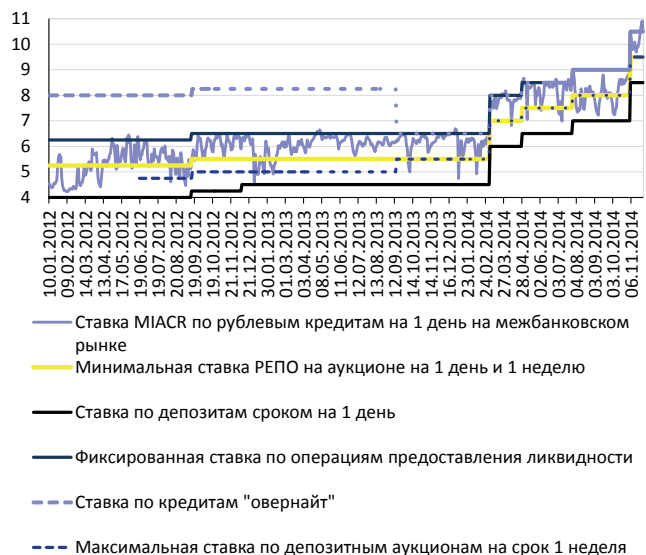
достигла 2,9 трлн руб., увеличившись на 4,5%. По данным на 27 ноября задолженность банков по сделкам РЕПО увеличилась до 3,1 трлн руб., задолженность по другим кредитам составила 2,98 трлн руб. Банк России использовал операции РЕПО по фиксированной ставке: в среднем ежедневный объем предоставляемых средств в октябре составил 22,1 млрд руб., в ноябре – 160 млрд руб.

В течение рассматриваемого периода ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях пересекала верхнюю границу процентного коридора в период с 21 по 26 ноября, в данный период объем операций РЕПО по фиксированной ставке резко возрос и в среднем составлял 286 млрд руб. Отметим, что рост ставки MIACR обусловлен принятым Банком России решением об установлении временных ограничений на предоставление ликвидности для стабилизации ситуации на валютном рынке, а также наступлением налогового периода. Ставка процента на межбанковском рынке¹ в октябре в среднем находилась на уровне 8,24% (7,9% в сентябре 2014 г.). С 1 по 27 ноября средняя межбанковская ставка составила 10,2% (см. рис. 5).

В рамках очередного трехмесячного аукциона РЕПО под залог нерыночных активов, проведенного Банком России 13 октября 2014 г., банкам было предоставлено 596,1 млрд руб. при ставке отсечения в размере 8,25% годовых. 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 10 ноября 2014 г., объем представленных регулятором средств кредитным организациям составил 561,9 млрд руб. при ставке 9,75% годовых. В ноябре в связи с прогнозируемым сезонным увеличением спроса коммерческих банков на ликвидность регулятор увеличил максимальный объем предоставляемых средств до 900 млрд руб. 10 ноября Банк России также провел аукцион РЕПО под залог нерыночных активов сроком на 18 месяцев, банкам было предоставлено 150 млрд руб. по ставке 9,75%, что соответствует максимальному объему предоставляемых средств. Стремительный рост объемов кредитования регулятором коммерческих банков под залог нерыночных активов связан с исчерпанием залоговой базы для проведения сделок РЕПО.

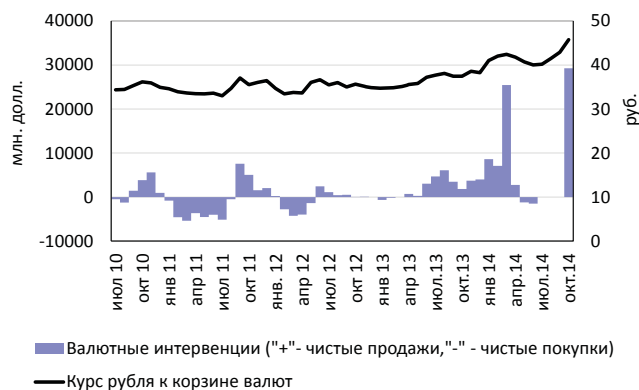
В октябре Банк России предоставил коммерческим банкам 895,1 млн долл. через операции «валютный своп». Напомним, что целью введения подобного инструмента является сглаживание разры-

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



Источник: ЦБ РФ.

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



Источник: ЦБ РФ.

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

ва между спросом и предложением иностранной валюты в конкретные дни. Отметим, что относительно слабая востребованность данных операций банками обусловлена высоким уровнем процентных ставок (ставка по рублевой части сделки составляет 8,5% годовых, по валютной – 1,5%). Объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО составил 19,9 млн долл. по средневзвешенной ставке 1,63% на срок 1 неделя, 512,3 млн долл. по средневзвешенной ставке 1,66% на срок 28 дней, 87,7 по средневзвешенной ставке 2,14% на срок 12 месяцев. Достаточно низкий спрос на привлечение средств с использованием подобных аукционов связан с отсутствием дефицита валютной ликвидности у кредитных организаций.

На 1 ноября 2014 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 428,6 млрд долл., снизив-

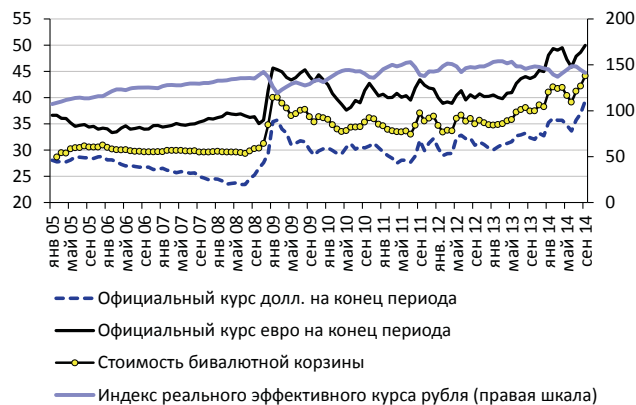
шись с начала года на 15,9% (рис. 4). При этом величина резервов в виде монетарного золота в октябре уменьшилась на 0,5 млрд долл. вследствие отрицательной переоценки активов.

В октябре объем валютных интервенций по продаже иностранной валюты составил 27,2 млрд долл. и 1,6 млрд евро (рис. 6). В ноябре валютные интервенции Банка России проводились лишь 6, 7 и 10 ноября и их суммарный объем составил 1,05 млрд долл. В октябре границы плавающего операционного интервала допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины сдвигались неоднократно (суммарный сдвиг составил 4,1 руб.), достигнув уровня 39,55–48,55 руб. Основными факторами ослабления рубля в октябре стали снижающиеся цены на нефть, а также сохраняющаяся напряженная геополитическая обстановка при ухудшающейся экономической ситуации в России. 10 ноября Банк России принял ключевое решение в области валютной политики, упразднивший механизм курсообразования и отменив интервал допустимых значений стоимости бивалютной корзины и регулярные интервенции на границах операционного интервала и за его пределами. Действительно, осуществлявшиеся ЦБ РФ валютные интервенции не привели к стабилизации курса, однако способствовали снижению уровня достаточности международных резервов, определяющего в том числе уровень кредитного рейтинга страны и ее макроэкономическую стабильность.

По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны в III квартале 2014 г. достиг 13,0 млрд долл., что в 1,25 раза больше, чем за аналогичный период 2013 г. В целом за три квартала отток капитала превысил 85 млрд руб., что в 1,9 раза выше, чем за январь – сентябрь 2013 г. За 12 месяцев 2013 г. отток капитала из России равнялся 61 млрд долл. Чистый вывоз капитала банками за первые три квартала 2014 г. достиг 16,1 млрд долл., прочими секторами – 69,1 млрд долл. Существенный масштаб оттока капитала из России обусловлен прежде всего напряженной геополитической обстановкой.

В октябре реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 5,5% (–2,3% в сентябре 2014 г.). В целом за III квартал 2014 г. реальный эффективный курс увеличился на 0,1% по отношению ко II кварталу 2014 г. За январь – октябрь 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 5,3% по отношению к аналогичному периоду 2013 г. (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в октябре увеличился на 6,5% до 41,96 руб., а курс евро к рублю – на 5,5% (52,72 руб.). В октябре курс евро к доллару в сред-



Источник: ЦБ РФ.

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

нем составлял 1,27. Укрепление доллара США было связано с ожиданиями участников валютного рынка повышения ставок процента ФРС и негативной экономической ситуацией в зоне евро. Стоимость бивалютной корзины в октябре выросла на 6% до 46,8 руб. По итогам 28 дней ноября курс доллара к рублю увеличился на 13,6% и достиг 47,7 руб., курс евро к рублю вырос на 13,1% и составил 59,6 руб., в результате стоимость бивалютной корзины увеличилась на 13,3% до 53,0 руб. В среднем курс евро к доллару в ноябре оказался равным 1,25.

1 октября 2014 г. на очередном заседании Совета директоров Банка России было принято решение о значительном повышении ключевой ставки процента на 1,5 п.п., до 9,5% годовых. Данное решение обусловлено существенным изменением внешних условий, в частности, значительным снижением цен на нефть, ужесточением санкций в отношении российских компаний, вызывающих ускорение инфляционных процессов и обесценение национальной валюты.

В условиях стремительного сокращения международных резервов, перехода регулятора к режиму плавающего валютного курса и таргетирования инфляции решение об увеличении ключевой ставки процента ожидаемо. Учитывая высокую вероятность превышения инфляцией по итогам года уровня 8%, установление реальной ключевой ставки процента выше нулевого значения может стать важным фактором замедления темпов роста цен. Следует отметить, что такое ужесточение монетарной политики в среднесрочной перспективе может повлечь за собой повышение рисков кредитного сжатия и дальнейшего замедления темпов роста российской экономики.

Также мы считаем, что даже такое повышение процентной ставки вряд ли способно замедлить

темпы обесценения рубля, которое приносит рыночным игрокам, покупающим иностранную валюту, доходность, превышающую 1% в день. При этом для поддержания ставки на заданном уровне ЦБ РФ постоянно предоставляет кредитным организациям новую рублевую ликвидность, которая тут же попадает на валютный рынок. В такой ситуации к стабилизации ситуации на валютном рынке (при тех же макроэкономических и политических факторах) способствует лишь сжатие избыточных резервов коммерческих банков, сопровождающееся

значительным ростом ставок на рынке межбанковского кредитования.

Именно поэтому 11 ноября Банк России объявил о введении лимита на предоставление рублевой ликвидности с помощью операций «валютный своп». Величина лимита с 12 по 30 ноября 2014 г. составит 2 млрд долл. США в день в эквиваленте. Помимо этого, регулятор ограничил объемы предоставления средств в рамках недельных операций РЕПО более чем на 100 млрд руб. по сравнению с ранее закладываемыми параметрами. ●