

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

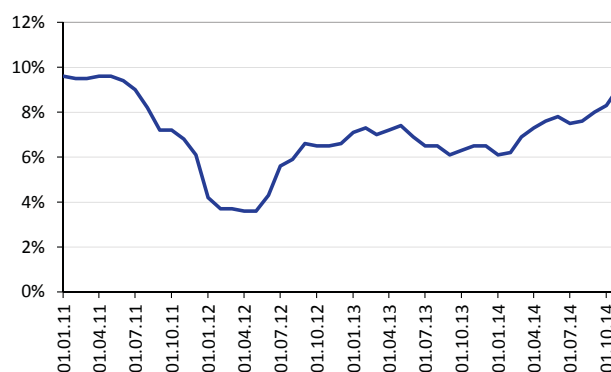
А.Божечкова

В ноябре 2014 г. индекс потребительских цен составил 1,3% (0,6% в ноябре 2013 г.), оказавшись выше аналогичного показателя октября на 0,5 п.п. В результате инфляция в годовом выражении поднялась до 9,1%. За 15 дней декабря ИПЦ достиг 0,8%. Вследствие развития панических настроений на валютном рынке 16 декабря Банк России увеличил ключевую ставку процента до 17% годовых, чтобы остановить стремительное обесценивание рубля.

В ноябре инфляция в РФ вновь ускорилась: индекс потребительских цен по итогам месяца составил 1,3% (в октябре текущего года – 0,8%), что выше аналогичного показателя 2013 г. на 0,7 п.п. В результате инфляция в годовом выражении достигла 9,1% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в ноябре 2014 г. составила 1,0%, оказавшись ниже аналогичного показателя прошлого года на 0,5 п.п.

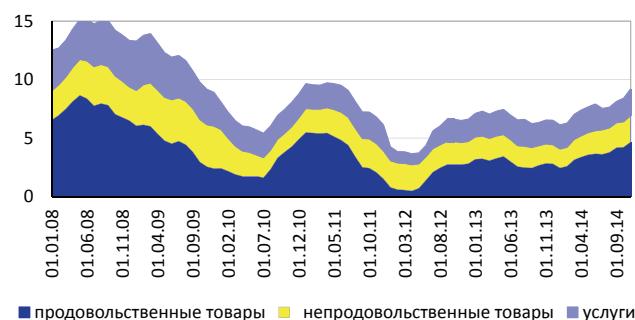
Цены на продовольственные товары в ноябре увеличились на 2,0% (в октябре текущего года – 1,2%) (см. рис. 2). Отметим, что существенным фактором роста цен стало введение ограничений на поставки некоторых видов сельскохозяйственной и продовольственной продукции из США, Канады, Австралии, Норвегии и ЕС. Увеличились темпы прироста цен на крупы и бобовые (с 0,1% в октябре до 15,3% в ноябре), плодоовощную продукцию (с 2,8% в октябре до 8,7% в ноябре), сахар-песок (–3,0% – в октябре, 8,5% – в ноябре), яйца (с 1,0% в октябре до 7,8% в ноябре), подсолнечное масло (с 0,2% в октябре до 2,2% в ноябре), макаронные изделия (с 0,2% в октябре до 1,3% в ноябре), хлеб и хлебобулочные изделия (с 0,3% в октябре до 0,7% в ноябре). Снизилась цена на мясо и птицу (с 1,3% в октябре до –0,2% в ноябре). Замедлились темпы прироста цен на сливочное масло (с 1,2% в октябре до 1,1% в ноябре), молоко и молочную продукцию (с 1,2% в октябре до 1,0% в ноябре). Неизменными оставались темпы прироста цен на рыбу и морепродукты (1,8% в октябре и ноябре) и алкоголь (0,5% в октябре и ноябре).

Цены и тарифы на платные услуги населению в ноябре увеличились на 1,2%, тогда как в октябре они выросли на 0,6%. Тарифы на жилищно-коммунальные услуги в целом в ноябре выросли на 1,9% (1,0% в октябре). Замедлилось снижение цен на ус-



Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат.

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

луги пассажирского транспорта (с –1,4% в октябре до –0,5% в ноябре), санаторно-оздоровительные услуги (с –1,7% в октябре до –1,1% в ноябре). Снизился темп прироста цен на услуги образования (с 2,0% в октябре до 1,9% в ноябре), дошкольного воспитания (с 0,9% в октябре до 0,3% в ноябре), услуги в секторе физкультуры и спорта (с 0,5% в октябре до 0,4% в ноябре). Увеличились темпы прироста цен на услуги зарубежного туризма (с 0,9% в октябре до 3,0% в ноябре), услуги страхования (с 2,8% в октябре до 3,2% в ноябре), медицинские услуги (с 0,4% в октябре до 0,6% в ноябре).

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.

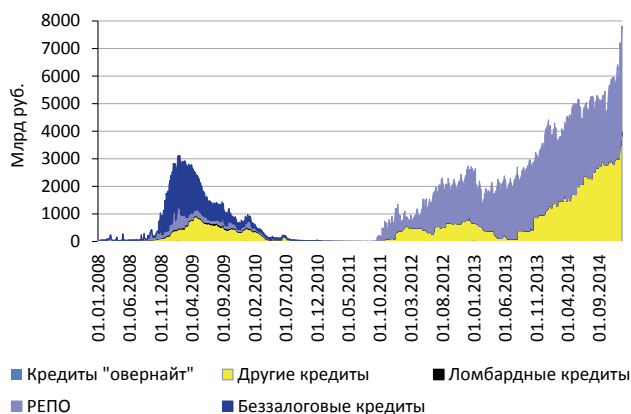
В ноябре темп прироста цен на непродовольственные товары составил 0,6%, оказавшись равным аналогичному показателю октября. Продолжил увеличиваться темп прироста цен на электротовары и другие бытовые приборы (с 0,6% в октябре до 0,9% в ноябре), телерадиотовары (0,1% – в октябре, 0,8% – в ноябре). Замедлилось удорожание табачных изделий (с 1,1% в октябре до 0,8% в ноябре), медикаментов (с 1,3% в октябре до 0,9% в ноябре), обуви (с 1,1% в октябре до 0,6% в ноябре), одежды (с 1,1% в октябре до 0,8% в ноябре), трикотажных изделий (с 1,1% в октябре до 0,9% в ноябре), автомобильного бензина (с 1,2% в октябре до 0,7% в ноябре).

В целом в ноябре вклад в темп прироста инфляции в годовом выражении продовольственных товаров составил 50,6%, непродовольственных товаров – 24,4%, цен и тарифов на платные услуги населению – 25,0%.

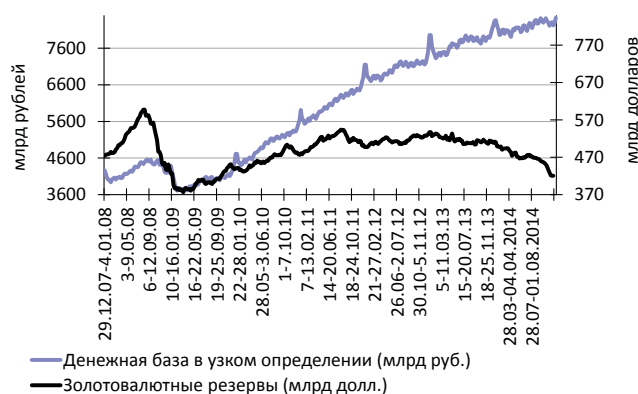
По итогам 15 дней декабря ИПЦ составил 0,8% (0,5% в целом в декабре 2013 г.). Повышательное давление на инфляцию до конца года будут оказывать последствия перекрестных санкций России и Запада и ослабление рубля. Новый виток снижения курса рубля в ноябре-декабре неизбежно приведет к новому ускорению инфляции 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 ноябре 2014 г. денежная база в широком определении увеличилась на 3,2% до 9950,9 млрд руб. (см. рис. 3). Среди возросших компонент широкой денежной базы можно выделить: депозиты банков (рост на 33,6% до 188,9 млрд руб.), корсчета банков (рост на 29,0% до 1381,4 млрд руб.), обязательные резервы (увеличение на 5,4% до 458,6 млрд руб.). Снизился объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (сокращение на 1,0% до 7922,1 млрд руб.). Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в ноябре снизилась на 0,6% и достигла 8380,7 млрд руб. (см. рис. 4).

В ноябре объем резервов коммерческих банков составил 1367,6 млрд руб., увеличившись по сравнению с октябрем на 4,7%, при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 458,6 млрд руб. (рост на 5,4% по сравнению с октябрем), а усредненная величина резервов в период с 10.11.2014 до 10.12.2014 – 909,0 млрд руб. (увеличение на 4,3% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.11.2014 – 10.12.2014 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в



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.

среднем составил 321,2 млрд руб. (рост на 13,8% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 138,2 млрд руб. (рост на 26,3% по сравнению с предыдущим периодом), а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 183,0 млрд руб.

По состоянию на 1 декабря 2014 г. задолженность банков перед ЦБ РФ достигла 6,74 трлн руб., увеличившись с начала ноября на 9,5%. Задолженность банков по сделкам РЕПО выросла на 13,3% и составила 3,3 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 3,1 трлн руб., увеличившись на 6,1%. По данным на 22 декабря, задолженность банков по сделкам РЕПО увеличилась до 3,8 трлн руб., задолженность по другим кредитам составила 3,97 трлн руб. Банк России использовал операции РЕПО по

счетах в Банке России, облигаций регулятора у коммерческих банков, а также их корреспондентских счетов за вычетом усредненной величины резервов.

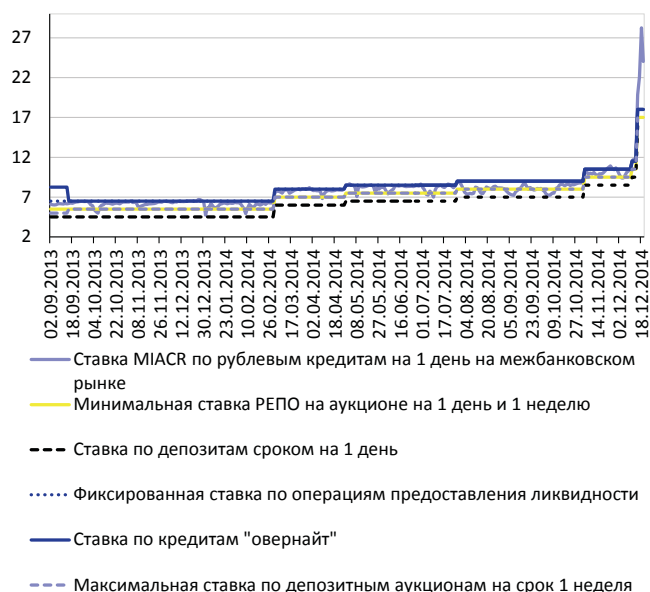
1 Под избыточными резервами коммерческих банков в ЦБ РФ понимается сумма депозитов коммерческих банков на

фиксированной ставке: в среднем ежедневный объем предоставляемых средств в ноябре составил 208 млрд руб., в декабре – 265 млрд руб.

В ноябре 2014 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях пересекла верхнюю границу процентного коридора в период с 21 по 26, 28 ноября. В данный период объем операций РЕПО по фиксированной ставке резко возрос и в среднем составлял 336 млрд руб. В период с 10 по 19 декабря межбанковская ставка также вышла за пределы верхней границы процентного коридора, средний размер операций РЕПО по фиксированной ставке Банка России составил 340 млрд руб. Ставка процента на межбанковском рынке¹ в ноябре в среднем находилась на уровне 10,2% (8,24% в октябре 2014 г.). С 1 по 19 декабря средняя межбанковская ставка составила 13,9% (см. рис. 5). Отметим, что рост ставки MIACR обусловлен принятым Банком России решением об установлении временных ограничений на предоставление ликвидности для стабилизации ситуации на валютном рынке. Значительное увеличение межбанковской ставки, начавшееся 16 декабря, обусловлено ростом ключевой ставки процента до 17% годовых.

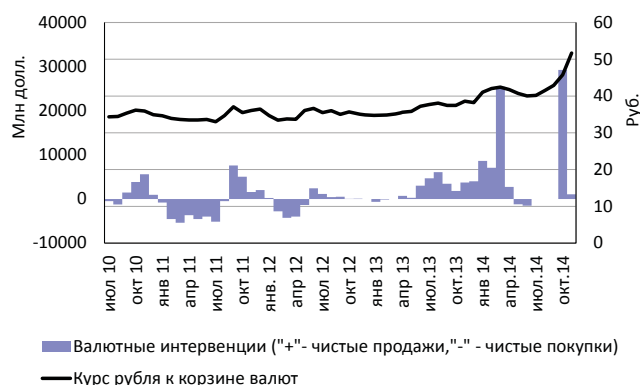
В ноябре операции «валютный своп» по предоставлению валютной ликвидности банковской системе не проводились. Слабая востребованность данных операций банками обусловлена высоким уровнем процентных ставок (ставка по рублевой части сделки составляла в ноябре 8,5% годовых, с 12 декабря – 9,5% годовых, с 16 декабря – 18% годовых, по валютной – 1,5%). Объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО в ноябре 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. По данным на 22 декабря объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО оказался равным 880,4 млн долл. по средневзвешенной ставке 1,4% на срок 1 неделя, 8,9 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,65% на срок 28 дней, 4,9 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,12% на срок 12 месяцев. Отметим, что рост популярности аукционов валютного РЕПО в декабре 2014 г. был обусловлен принятым Банком России решением об установлении минимальных ставок по данному аукциону, равными ставкам LIBOR в соответствующих валютах на сопоставимые сроки, увеличенным на 0,5 п.п. Снижение ставок по операциям предоставления валютной ликвидности будет спо-

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. – ноябре 2014 г.

собствовать достижению баланса спроса и предложения на валютном рынке.

На 1 декабря 2014 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 418,9 млрд долл., снизившись с начала года на 17,8% (рис. 4). При этом величина резервов в виде монетарного золота в ноябре уменьшилась на 0,8 млрд долл. вследствие отрицательной переоценки активов.

В ноябре объем валютных интервенций по продаже иностранной валюты существенно сократился (интервенции проводились лишь 6, 7 и 10 ноября) и составил 0,8 млрд долл. и 0,2 млрд евро (рис. 6). Отметим, что 10 ноября Банк России принял ключевое решение в области валютной политики, упразднив действовавший механизм курсообразования и отменив интервал допустимых значений стоимости

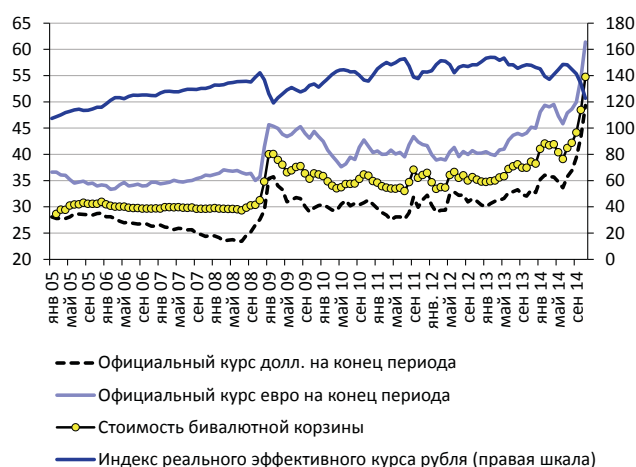
бивалютной корзины и регулярные интервенции на границах операционного интервала и за его пределами. Действительно, осуществлявшиеся ЦБ РФ валютные интервенции не привели к стабилизации курса, однако способствовали снижению уровня достаточности международных резервов, определяющего в том числе уровень кредитного рейтинга страны и ее макроэкономическую стабильность. Однако в декабре в условиях усиления угрозы финансовой стабильности операции по продаже Банком России иностранной валюты возобновились. Общий объем интервенций за 22 декабряских дня оказался равным 11,2 млрд долл., 0,9 млрд долл. составили операции, связанные с продажей Федеральным казначейством иностранной валюты.

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 и ухудшением экономической ситуации в РФ.

В ноябре реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 8,3% (–5,4% в октябре 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 – ноябрь 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 ноябре увеличился на 23,5% до 51,8 руб., а курс евро к рублю – на 22,2% (64,4 руб.). В октябре курс евро к доллару в среднем составлял 1,25. Укрепление доллара США относительно евро было связано с ожиданиями участников валютного рынка повышения ставок процента ФРС и негативной экономической ситуацией в зоне евро. Стоимость бивалютной корзины в ноябре выросла на 22,8% до 57,5 руб. По итогам 23 дней декабря курс доллара к рублю увеличился на 9% и достиг 56,5 руб., курс евро к рублю вырос на 7,5% и составил 69,3 руб., в результате стоимость бивалютной корзины увеличилась на 8,2% до 62,2 руб. В среднем курс евро к доллару в ноябре оказался равным 1,25.

Падение курса рубля в ноябре-декабре 2014 г. было обусловлено значительным сокращени-



Источник: ЦБ РФ.

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

ем цен на нефть, масштабным оттоком капитала, внешнеполитической напряженностью, усилением девальвационных ожиданий участников валютного рынка. По нашим оценкам, реальный эффективный курс рубля существенно отклонился от уровня, обусловленного фундаментальными факторами, включая реальную цену на нефть, относительный уровень производительности труда. Существенная степень недооценки рубля в первую очередь связана с негативными ожиданиями экономических агентов, вызванными резким снижением уровня доверия к политике ЦБ РФ.

11 декабря 2014 г. на очередном заседании Совета директоров Банка России было принято решение о повышении ключевой ставки процента на 1 п.п. до 10,5% годовых. Однако, уже 16 декабря ключевая ставка процента была увеличена до 17% годовых. Отметим, что в условиях развития панических настроений на валютном рынке значительное повышение ключевой ставки процента, на наш взгляд, является оправданной краткосрочной мерой денежно-кредитной политики, так как рост ключевой ставки процента может сделать экономически невыгодным использование краткосрочных рублевых займов для покупок иностранной валюты в расчете на ослабление рубля.

С целью ограничения поступления рублевой ликвидности на валютный рынок 11 ноября Банк России объявил о введении лимита на предоставление рублевой ликвидности с помощью операций «валютный своп». Величина лимита с 12 по 21 декабря 2014 г. составила 2 млрд долл. США в день в эквиваленте. Отметим, что в отдельные дни, 19 и 22 декабря, Банком России были увеличены лимиты на предоставление рублевой ликвидности в размере 10 млрд долл. США с целью стабилизации

ситуации на денежном рынке. Помимо этого, в начале ноября регулятор ограничил объемы предоставления средств в рамках недельных операций РЕПО более чем на 100 млрд руб. по сравнению с ранее закладываемыми параметрами. Отметим, что ограничение рублевой ликвидности может привести к возникновению проблем у ряда банков, в том числе и крупных. В этой связи обоснованным представляются действия Банка России по расширению операций валютного рефинансирования. В частности, 16 декабря Банком России было приня-

то решение об увеличении максимального объема предоставления средств на аукционах РЕПО в иностранной валюте на срок 28 дней с 1,5 до 5,0 млрд долл., а также о проведении аналогичных операций на срок 12 месяцев на еженедельной основе. В то же время необходимо понимать, что без снижения девальвационных ожиданий расширение операций валютного РЕПО вряд ли само по себе является эффективным для стабилизации валютного рынка, так как экономические агенты не будут брать в долг валюту, если ожидают резкое ее удорожание. ●