

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

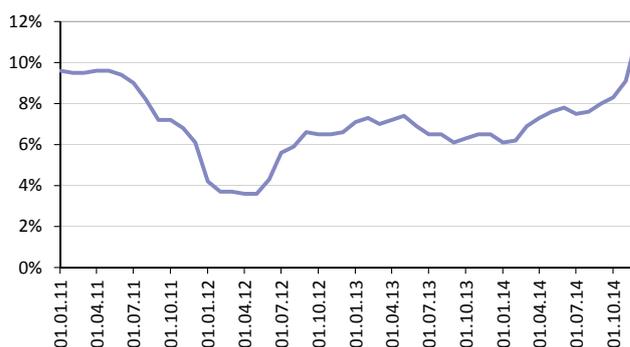
А.Божечкова

Вследствие развития панических настроений на валютном рынке 16 декабря Банк России увеличил ключевую ставку процента до 17% годовых, чтобы остановить стремительное обесценивание рубля. В декабре 2014 г. индекс потребительских цен составил 2,6% (0,5% в декабре 2013 г.), оказавшись выше аналогичного показателя ноября на 1,3 п.п. В результате инфляция в годовом выражении поднялась до 11,4%. За первых 19 дней января текущего года ИПЦ достиг 1,5%.

В декабре инфляция в РФ вновь ускорилась: индекс потребительских цен по итогам месяца составил 2,6% (в ноябре 2014 г. – 1,3%), что выше аналогичного показателя 2013 г. на 2,1 п.п. В результате инфляция в годовом выражении достигла 11,4% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в декабре 2014 г. составила 2,6%, оказавшись выше аналогичного показателя предшествующего года на 2,2 п.п.

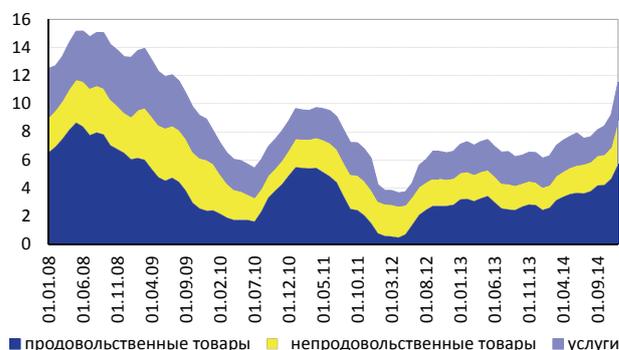
Цены на продовольственные товары в декабре увеличились на 3,3% (в ноябре – 2,0%) (см. рис. 2). Отметим, что существенным фактором роста цен стало введение ограничений на поставки некоторых видов сельскохозяйственной и продовольственной продукции из США, Канады, Австралии, Норвегии и ЕС. Увеличились темпы прироста цен на плодоовощную продукцию (с 8,7% в ноябре до 12,9% в декабре), сахар-песок (8,5% – в ноябре, 14,3% – в декабре), яйца (с 7,8% в ноябре до 14,5% в декабре), подсолнечное масло (с 2,2% в ноябре до 6,3% в декабре), макаронные изделия (с 1,3% в ноябре до 3,9% в декабре), рыбу и морепродукты (1,8% в ноябре до 3,8% в декабре), хлеб и хлебобулочные изделия (с 0,7% в ноябре до 1,9% в декабре), молоко и молочную продукцию (с 1,0% в ноябре до 1,7% в декабре), сливочное масло (с 1,1% в ноябре до 1,5% в декабре) и алкоголь (0,5% в ноябре до 0,7% в декабре). Продолжили расти высокими темпами цены на крупы и бобовые (15,3% в ноябре и 11,5% в декабре). В отличие от ноября выросли цены на мясо и птицу (–0,2% в ноябре, 1,5% в декабре).

Цены и тарифы на платные услуги населению в декабре увеличились на 2,2%, тогда как в ноябре они выросли на 1,2%. Тарифы на жилищно-коммунальные услуги в целом в декабре выросли на 0,7% (1,9% в ноябре). Увеличились темпы роста цен на услуги зарубежного туризма (с 3,0% в октябре до



Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат.

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

17,6% в декабре), цен на услуги дошкольного воспитания (с 0,3% в ноябре до 0,8% в декабре). Снизился темп прироста цен на услуги страхования (с 3,2% в ноябре до 2,4% в декабре), услуги образования (с 1,9% в ноябре до 1,5% в декабре), услуги в секторе физкультуры и спорта (с 0,4% в ноябре до 0,2% в декабре). Прекратили снижаться цены на услуги пассажирского транспорта (–0,5% в ноябре, 3,4% в декабре) и санаторно-оздоровительные услуги (–1,1% в ноябре, 0,1% в декабре)

В декабре темп прироста цен на непродовольственные товары составил 2,3%, превысив аналогич-

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.

ный показатель ноября на 1,7 п.п. Увеличился темп прироста цен на электротовары и другие бытовые приборы (с 0,9% в ноябре до 12,0% в декабре), теле-радиотовары (0,8% – в ноябре, 14,0% – в декабре), медикаменты (с 0,9% в ноябре до 1,4% в декабре), строительные материалы (с 0,3% в ноябре до 1,2% в декабре), табачные изделия (с 0,8% в ноябре до 1,0% в декабре), одежду (с 0,8% в ноябре до 0,9% в декабре). Снизились темпы роста цен на автомобильный бензин (с 0,7% в ноябре до –0,9% в декабре).

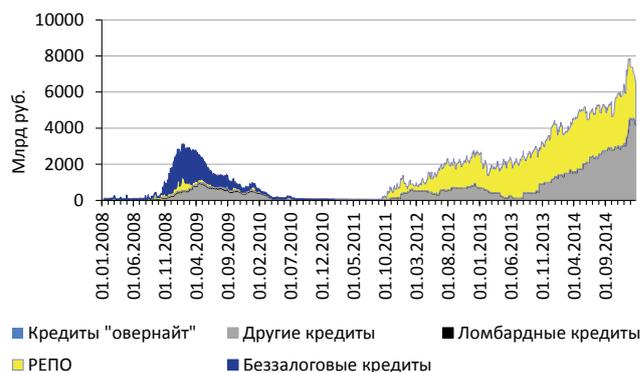
В целом в декабре вклад в темп прироста инфляции в годовом выражении составил: продовольственных товаров – 49,3%, непродовольственных товаров – 26,8%, цен и тарифов на платные услуги населению – 23,9%.

По итогам первых 19 дней января ИПЦ составил 1,5% (0,6% в целом за январь 2013 г.). Повышательное давление на инфляцию оказывают 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 декабре 2014 г. денежная база в широком определении увеличилась на 13,9% до 11332 млрд руб. (см. рис. 3). Среди возросших компонент широкой денежной базы можно выделить: депозиты банков (увеличение в 3,3 раза до 804,6 млрд руб.), объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (увеличение на 11,6% до 8840,5 млрд руб.), обязательные резервы (увеличение на 2,8% до 471,3 млрд руб.). Снизилась величина средств на корсчетах банков (сокращение на 12,0% до 1215,5 млрд руб.). Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в декабре возросла на 11,1% и достигла 9311,8 млрд руб. (см. рис. 4).

В декабре среднедневной объем резервов коммерческих банков составил 1438,2 млрд руб., увеличившись по сравнению с ноябрем на 5,2%, при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 471,3 млрд руб. (рост на 2,8% по сравнению к ноябрю), а усредненная величина резервов в период с 10.11.2014 до 10.12.2014 достигла 966,9 млрд руб. (увеличение на 6,4% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.12.2014 – 10.01.2015 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в среднем составил

1 Под избыточными резервами коммерческих банков в ЦБ РФ понимается сумма депозитов коммерческих банков на счетах в Банке России, облигаций регулятора у коммерче-



Источник: ЦБ РФ.
Рис. 3. Рублевая задолженность коммерческих банков (по основным инструментам) 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.

829,1 млрд руб. (рост в 2,6 раз по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 319,7 млрд руб. (рост в 2,3 раза по сравнению с предыдущим периодом), а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 509,4 млрд руб.

По состоянию на 1 января 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России достигла 9,29 трлн руб., увеличившись с начала декабря на 37,7%. Задолженность банков по сделкам РЕПО снизилась на 15,2% и составила 2,8 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 4,5 трлн руб., увеличившись на 46,6%. По данным на 27 января, задолженность банков по сделкам РЕПО сократилась до 2,4 трлн руб., задолженность по другим кредитам составила 4,1 трлн руб. Банк России использовал операции РЕПО по фиксированной

ских банков, а также их корреспондентских счетов за вычетом усредненной величины резервов.

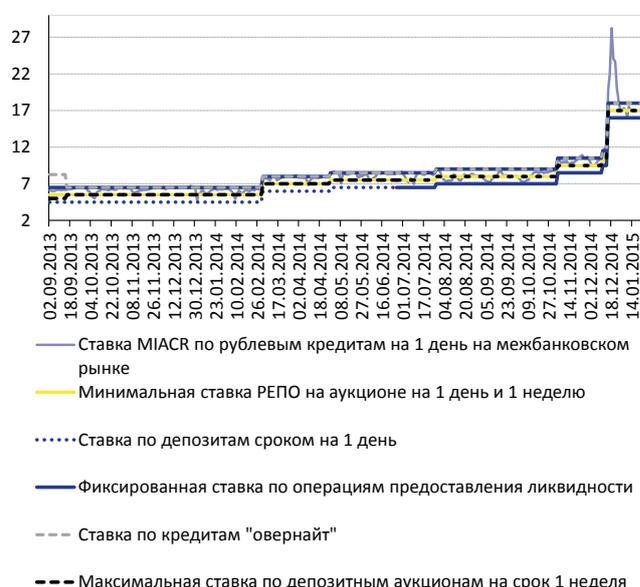
ставке: в среднем ежедневный объем предоставляемых средств в декабре составил 212,7 млрд руб., в январе – 71,9 млрд руб.

В декабре 2014 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях пересекала верхнюю границу процентного коридора в период с 10 по 24 декабря. В данный период объем операций РЕПО по фиксированной ставке резко возрос и в среднем составлял 298 млрд руб. Ставка процента на межбанковском рынке¹ в декабре в среднем находилась на уровне 15,5% (10,2% в ноябре 2014 г.). С 1 по 26 января средняя межбанковская ставка составила 17,0% (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 декабре 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 – 16% годовых, по валютной – 1,5%). Объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО в декабре составил 1,1 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,3% на срок 1 неделя, 15,6 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,02% на срок 28 дней, 4,9 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,1% на срок 12 месяцев. По данным на 27 января объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО оказался равным 4,0 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,7% на срок 1 неделя, 10,9 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,7% на срок 28 дней, 0,8 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,2% 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 способствовать достижению баланса спроса и предложения на валютном рынке. Отметим, что 26 января Банком России были проведены первые кредитные аукционы по предоставлению кредитным организа-

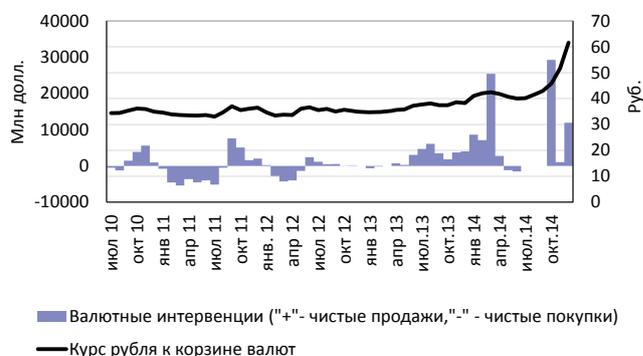
циям кредитов Банка России в долларах США, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в долларах США. Объем средств, предоставленных на срок 28 дней по ставке 0,92% годовых, составил 620 млн. долл. В рамках кредитного аукциона сроком 365 дней было предоставлено 895 млн долл. по ставке 1,55% годовых.

На 1 декабря 2014 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 385,5 млрд долл., снизившись с начала года на 24,4% (рис. 4). В декабре в условиях усиления угрозы финансовой стабильности операции по продаже Банком России иностранной валюты возобновились и составили 11,9 млрд долл. (рис. 6). Проводимые Банком России валютные интервенции в январе были обусловлены продажей Федеральным казначейством иностранной валюты и составили 2,2 млрд долл.



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. – декабре 2014 г.

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

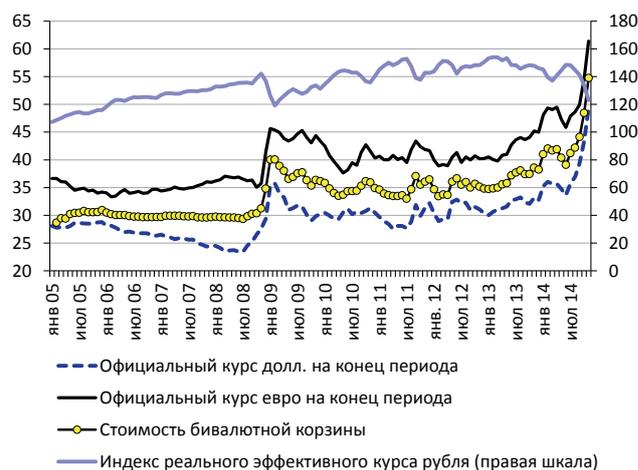
По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны в IV квартале 2014 г. достиг 72,9 млрд долл., что в 4,3 раза больше, чем за аналогичный период 2013 г. В целом за 2014 г. отток капитала составил 151,5 млрд руб., что в 2,5 раза выше, чем за 2013 г. Чистый вывоз капитала банками за 2014 г. достиг 49,8 млрд долл., прочими секторами – 101,7 млрд долл.

В декабре реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 13,5% (–8,0% в ноябре 2014 г.). В целом за IV квартал 2014 г. реальный эффективный курс снизился на 16,7% по отношению к III кварталу 2014 г. За 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 27,2% (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в декабре увеличился на 8,6% до 56,2 руб., а курс евро к рублю – на 6,1% (68,4 руб.). В декабре курс евро к доллару в среднем составлял 1,23. Укрепление доллара США относительно евро было связано с ожиданиями участников валютного рынка повышения ставок процента ФРС и ростом экономики ниже ожидаемого в зоне евро. Стоимость бивалютной корзины в декабре выросла на 7,3% до 61,7 руб. По итогам 27 дней января курс доллара к рублю увеличился на 20,6% и достиг 67,8 руб., курс евро к рублю вырос на 11,6% и составил 76,3 руб., в результате стоимость бивалютной корзины увеличилась на 16,1% до 71,6 руб. В среднем курс евро к доллару в декабре оказался равным 1,16. Отметим, что продолжающееся снижение евро к доллару в январе связано с запуском количественного смягчения в еврозоне, а также политической неопределенностью в Греции.

Падение курса рубля в декабре 2014 г. – январе 2015 г. было обусловлено значительным снижением 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 значитель-



Источник: ЦБ РФ.

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

ное 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 возможностей игры против рубля на валютном рынке 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 эквиваленте. Отметим, что в отдельные дни, 19 и 22 декабря, Банком России были увеличены лимиты на предоставление рублевой ликвидности в размере эквивалентном 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 связи с этим обоснованным представляются действия Банка России по расширению операций валютного рефинансирования. В частности, 16 декабря Банком России было принято 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.

23 декабря Совет директоров Банка России принял решение о введении нового инструмента предоставления валютной ликвидности – кредитов

в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте сроком 28 дней и 365 дней. Введение данного инструмента направлено на расширение возможностей кредитных организаций по управлению собственной валютной ликвидностью, а также по рефинансированию внешних займов. ●