

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

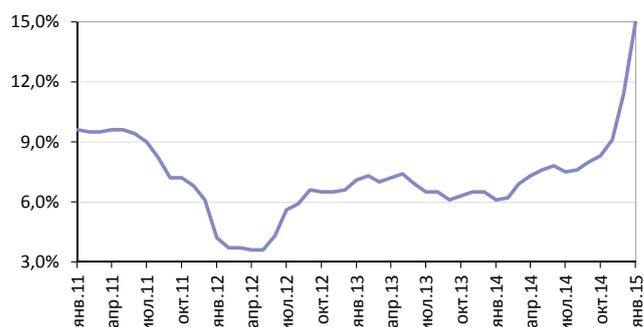
Вследствие изменения баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждения экономики 30 января 2015 г. на очередном заседании Совета директоров Банка России было принято решение о снижении ключевой ставки процента на 2 п.п. до 15% годовых. В январе 2015 г. индекс потребительских цен увеличился на 3,9% (0,6% в январе 2014 г.), что выше аналогичного показателя декабря 2014 г. на 1,3 п.п. В результате инфляция в годовом выражении поднялась до 15,0%. За первые 24 дня февраля текущего года ИПЦ прирос на 1,9п.п.

В январе инфляция в РФ вновь ускорилась: индекс потребительских цен (ИПЦ) по итогам месяца увеличился на 3,9%, что выше аналогичного показателя 2014 г. на 3,3 п.п. В результате инфляция в годовом выражении достигла 15,0% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в январе 2015 г. составила 3,5%, оказавшись выше аналогичного показателя предшествующего года на 3,1 п.п.

Цены на продовольственные товары в январе увеличились на 5,7% (в декабре – 3,3%) (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 12,9% в декабре до 22,1% в январе), сахар-песок (14,3% – в декабре, 19,1% – в январе), на мясо и птицу (1,5% – в декабре, 3,2% – в январе), подсолнечное масло (6,3% – в декабре, 7,6% – в январе), макаронные изделия (3,9% – в декабре, 5,7% – в январе), рыбу и морепродукты (3,8% – в декабре, 6,5% – в январе), хлеб и хлебобулочные изделия (1,9% – в декабре, 3,6% – в январе), молоко и молочную продукцию (1,7% – в декабре, 2,4% – в январе), сливочное масло (1,5% – в декабре, 3,8% – в январе) и алкоголь (0,7% – в декабре, 1,9% – в январе). Снижались темпы прироста цен на крупы и бобовые (11,5% – в декабре, 7,4% – в январе), яйца (14,5% – в декабре, 6,9% – в январе).

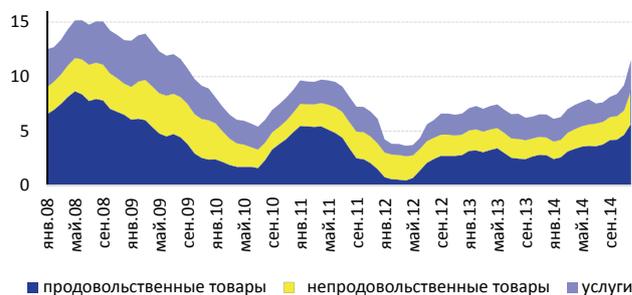
Цены и тарифы на платные услуги населению в январе т.г. выросли на 2,2%, аналогично показателю декабря прошлого года. Тарифы на жилищно-коммунальные услуги в целом в январе повысились на 0,6% (0,7% в декабре). Замедлились темпы роста цен на услуги зарубежного туризма (17,6% –

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.



Источник: Росстат.

Рис. 1. Темп прироста ИПЦ в 2011–2015 гг. (% за год)



Источник: Росстат.

Рис. 2. Факторы инфляции в 2008–2015 гг. (% за год)

в декабре, 6,0% – в январе), услуги пассажирского транспорта (3,4% – в декабре, 2,0% – в январе), услуги образования (1,5% – в декабре, 1,4% – в январе). Увеличились темпы прироста цен на услуги страхования (2,4% – в декабре, 9,8% – в январе), услуги дошкольного воспитания (0,8% – в декабре, 7,5% – в январе), санаторно-оздоровительные услуги (0,1% – в декабре, 2,1% – в январе), медицинские услуги (0,5% – в декабре, 2,4% – в январе), бытовые услуги (0,1% – в декабре, 2,1% – в январе), услуги сектора физкультуры и спорта (0,7% – в декабре, 1,6% – в январе), услуги организаций культуры (1,3% – в декабре, 2,0% – в январе).

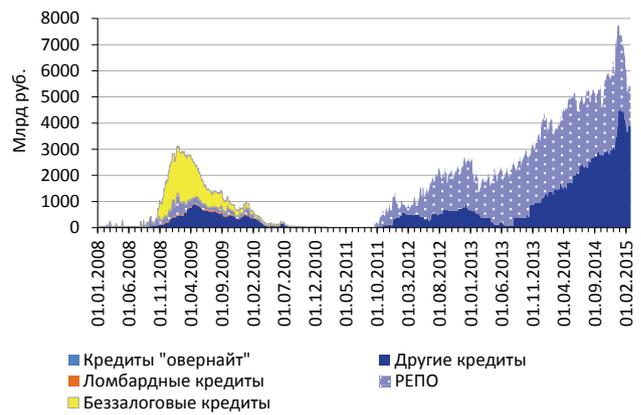
В январе темп прироста цен на непродовольственные товары составил 3,2%, превысив аналогичный показатель декабря на 0,9 п.п. Увеличился темп прироста цен на медикаменты (с 1,4% в декабре до 6,6% в январе), строительные материалы (с 1,2% в декабре до 2,7% в январе), табачные изделия (с 1,0% в декабре до 1,6% в январе), одежду (с 0,9% в декабре до 1,3% в январе), ткани (с 1,6% в декабре до 3,3% в январе), обувь (с 0,6% в декабре до 1,4% в январе), моющие и чистящие средства (с 1,1% в декабре до 3,2% в январе). Замедлился рост цен на электротовары и другие бытовые приборы (с 12,0% в декабре до 6,1% в январе) и телерадиотовары (14,0% – в декабре, 3,6% – в январе). Продолжали снижаться цены на автомобильный бензин (с –0,9% в декабре до –0,3% в январе).

В целом в январе в темп прироста инфляции в годовом выражении вклад продовольственных товаров составил 51,3%, непродовольственных товаров – 27,6%, цен и тарифов на платные услуги населению – 21,1%.

По итогам первых 24 дней февраля прирост ИПЦ составил 1,9% (0,7% в целом за февраль 2014 г.). Новый виток снижения курса рубля в декабре-январе неизбежно приведет к новому ускорению инфляции в первой половине 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.

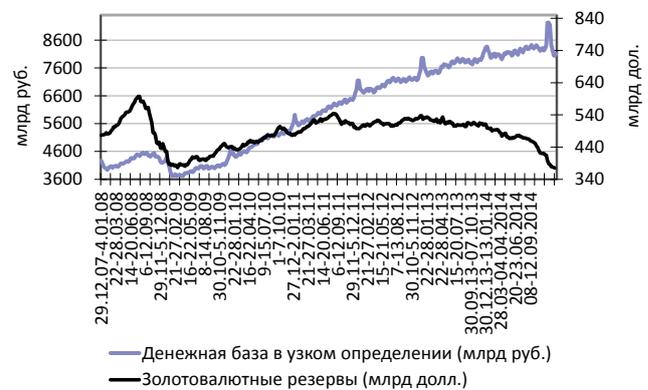
В январе 2014 г. денежная база в широком определении уменьшилась на 12,7% до 9898 млрд руб. (см. рис. 3). Среди сократившихся компонент широкой денежной базы можно выделить: объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (снижение на 12,3% до 7752,1 млрд руб.), депозиты банков (сокращение на 4,6% до 767,8 млрд руб.), средства на корсчетах банков (сокращение на 27,5% до 880,7 млрд руб.). Обязательные резервы увеличились на 5,5% до 497,4 млрд руб. Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в январе снизилась на 11,4% и достигла 8249,5 млрд руб. (см. рис. 4).

В январе средневзвешенный объем резервов коммерческих банков составил 1544,5 млрд руб., увеличившись по сравнению с декабрем на 7,4%, при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 497,4 млрд руб. (рост на 5,5% по сравнению с декабрем), а усредненная величина резервов в период с 10.01.2015 до 10.02.2015 достигла 1047,1 млрд руб. (увеличение на 8,3% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.01.2015 – 10.02.2015 размер избыточных ре-



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 3. Рублевая задолженность коммерческих банков (по основным инструментам) в Банке России в 2008–2015 гг.



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 4. Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных (международных) резервов РФ в 2007–2015 гг.

зервов коммерческих банков¹ в среднем составил 706,1 млрд руб. (снижение на 14,8% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 495,6 млрд руб. (рост на 55% по сравнению с предыдущим периодом), а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 210,5 млрд руб. (снижение на 58,7% по сравнению с предыдущим периодом).

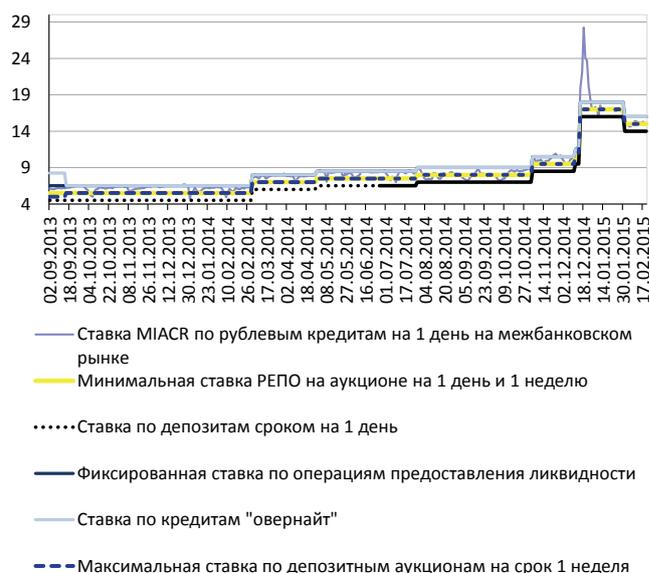
По состоянию на 1 февраля 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России достигла 7,73 трлн руб., уменьшившись с начала января на 20,2%. Задолженность банков по сделкам РЕПО снизилась на 28% и составила 2,1 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспе-

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.

ченным нерыночными активами, достигла 4,0 трлн руб., сократившись на 9%. По данным на 24 февраля, задолженность банков по сделкам РЕПО сократилась до 1,5 трлн руб., задолженность по другим кредитам составила 3,9 трлн руб. Банк России использовал операции РЕПО по фиксированной ставке: в среднем ежедневный объем предоставляемых средств в январе составил 74,3 млрд руб., в феврале – 194,7 млрд руб.

В январе 2015 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях не пересекала верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне 17% (15,5% в декабре 2014 г.). С 1 по 19 февраля средняя межбанковская ставка составила 15% (см. рис. 5).

В январе объем сделок «валютный своп» по предоставлению валютной ликвидности банковской системе составил 64,6 млн долл., а за 24 дня февраля – 406,1 млн долл. Слабая востребованность данных операций банками обусловлена высоким уровнем процентных ставок (ставка по рублевой части сделки составляла с 16 декабря – 16% годовых, со 2 февраля – 14%, по валютной – 1,5%). Объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО в январе составил 3,99 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,68% на срок 1 неделя, 10,9 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,68% на срок 28 дней, 0,8 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,2% на срок 12 месяцев. По данным на 24 февраля объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО оказался равным 4,6 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,7% на срок 1 неделя, 10,4 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,7% на срок 28 дней, 8,7 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,2% на срок 12 месяцев. Отметим, что рост популярности аукционов валютного РЕПО обусловлен принятым Банком России в декабре 2014 г. 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 организациям 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. Повторно подобный аукцион состоялся 20 фев-



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 5. Коридор процентных ставок Банка России и динамика межбанковского рынка в 2012–2015 гг. (% годовых)



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 6. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в марте 2010 г. – январе 2015 г.

раля, объем предоставленных денежных средств на срок 28 дней составил 2500,6 млн долл. США по ставке 0,9235% годовых. Объем представленных средств на кредитном аукционе со сроком 365 дней оказался равным 922,1 млн долл. США по ставке процента 1,4309%.

На 1 февраля 2015 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 376,2 млрд долл., снизившись с начала года на 2,4% (рис. 4). В январе операции по продаже Банком России иностранной валюты составили 2,3 млрд долл., а объем покупки иностранной валюты оказался равным 21,7 млн долл. (рис. 6). Проводимые Банком России валютные интервенции в январе были обусловлены продажей Федеральным казначейством иностранной валюты. В феврале объем операций Банка России, связанных с продажей Федеральным казначей-

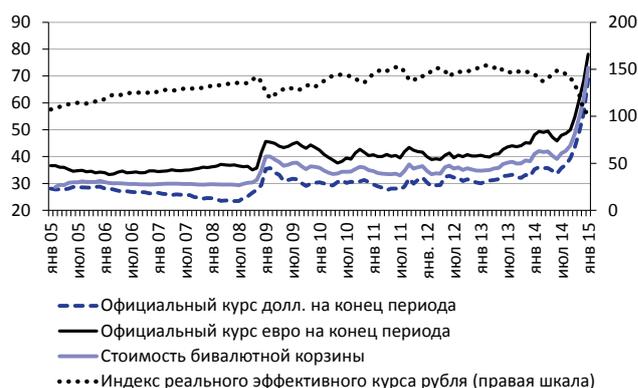
ством иностранной валюты, составил 690 млн долл. Отметим, что сам Банк России не осуществлял валютных интервенций, начиная с 17 декабря 2014 г., что в полной мере согласуется с принятым 10 ноября решением об упразднении действовавшего ранее механизма курсообразования и переходу с 2015 г. к режиму инфляционного таргетирования.

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 январе реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 3,1% (–13,0% в декабре 2014 г.). В целом в годовом выражении (январь 2015 г. к январю 2014 г.) снижение реального эффективного курса составило 29,3%. Напомним, что за 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 27,2% (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в январе увеличился на 23,9% до 69,7 руб., а курс евро к рублю – на 15,2% (78,8 руб.). В январе курс евро к доллару в среднем составлял 1,16. 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 январе выросла на 19,6% до 73,8 руб. По итогам 25 дней февраля курс доллара к рублю снизился на 8,8% и достиг 63,5 руб., курс евро к рублю сократился на 8,7% и составил 71,9 руб., в результате стоимость бивалютной корзины уменьшилась на 8,8% до 67,3 руб. В среднем курс евро к доллару в феврале оказался равным 1,14. 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. Некоторое укрепление



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 7. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 г. – январе 2015 г.

рубля, наблюдаемое в феврале, связано с улучшением состояния счета текущих операций по итогам 2014 г., февральским ростом цен на нефть, наступлением налогового периода, а также сдвигом сроков повышения ставок процента ФРС США.

Банк России продолжил осуществлять действия по расширению операций валютного рефинансирования. В частности, 16 декабря регулятором 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.

30 января 2015 г. на очередном заседании Совета директоров Банка России было принято решение о снижении ключевой ставки процента на 2 п.п. до 15% годовых. Основанием для снижения ставки оказалось «изменение баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждения экономики». Напомним, что экстренное повышение ключевой ставки процента с 10,5% годовых до 17% годо-

вых произошло в декабре 2014 г. в условиях развития панических настроений на валютном рынке. На наш взгляд, данное решение оказалось 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. Однако, по мере стабилизации динамики курса, повышения рисков кредитного сжатия и существенного замедления темпов экономического роста, регулятор принял решение об умеренном понижении ставки. Отметим, что установление ре-

альной ключевой ставки процента близкой к нулю в условиях высоких инфляционных ожиданий, возникновения рисков раскручивания инфляционно-девальвационной спирали может быть расценено как непоследовательность денежно-кредитной политики. Однако, учитывая прогнозируемое регулятором исчерпание действия эффекта переноса валютного курса в цены во второй половине 2015 г., принятое решение может рассматриваться как сигнал о возможностях дальнейшего сокращения ставки процента по мере снижения инфляционных рисков. ●