

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

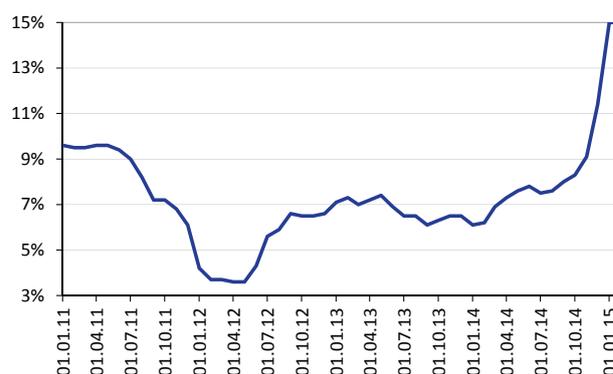
А.Божечкова

Вследствие смещения баланса рисков в сторону существенного охлаждения экономики 13 марта 2015 г. на очередном заседании Совета директоров Банка России было принято решение о снижении ключевой ставки процента на 1 п.п. до 14% годовых. В феврале 2015 г. индекс потребительских цен составил 2,2% (0,7% в феврале 2014 г.), т.е. ниже аналогичного показателя января 2015 г. на 1,7 п.п. В результате инфляция в годовом выражении в феврале поднялась до 16,7%. За первых 23 дня марта текущего года ИПЦ достиг 0,7%.

В феврале инфляция в РФ вновь ускорилась: индекс потребительских цен (ИПЦ) по итогам месяца составил 2,2% (в январе 2015 г. – 3,9%), что выше аналогичного показателя 2014 г. на 1,5 п.п. В результате инфляция в феврале 2015 г. по отношению к февралю 2014 г. достигла 16,7% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в феврале 2015 г. составила 2,4%, оказавшись выше аналогичного показателя предшествующего года на 1,9 п.п.

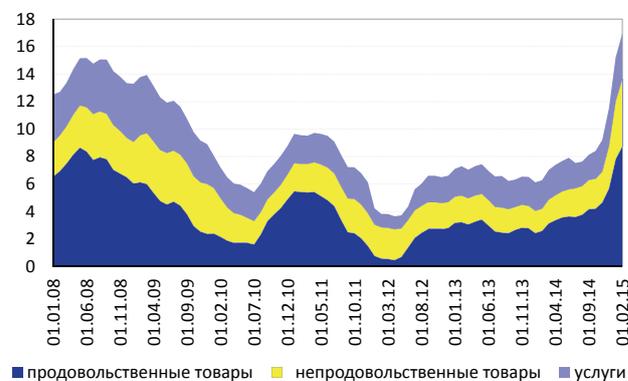
Темп прироста цен на продовольственные товары в феврале замедлился и составил 3,3% (в январе – 5,7%) (см. рис. 2). Напомним, что существенным фактором роста цен стало введение ограничений на поставки некоторых видов сельскохозяйственной и продовольственной продукции из США, Канады, Австралии, Норвегии и ЕС. Существенно замедлились темпы прироста цен на плодоовощную продукцию (с 22,1% в январе до 7,2% в феврале) по итогам увеличения за декабрь 2014 г. – январь 2015 г. в 1,4 раза. Темпы роста цен на сахар-песок после подорожания в 1,4 раза за декабрь 2014 г. – январь 2015 г. снизились до 1,2%. В марте также сократились положительные темпы роста цен на яйца (0,4%), увеличившись за ноябрь 2014 г. – январь 2015 г. в 1,3 раза. Замедление темпов роста остальных видов продовольственных товаров происходило умеренно. Увеличились темпы прироста цен на молоко и молочную продукцию (с 2,4% в январе до 2,8% в феврале).

Цены и тарифы на платные услуги населению в феврале т.г. выросли на 0,8%, тогда как в январе данный показатель составил 2,2%. Тарифы на жилищно-коммунальные услуги в целом в феврале повысились на 0,4% (0,6% в январе). На фоне наблюдаемого укрепления рубля замедлились тем-



Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат.

Рис. 2. Вклад основных компонент в ИПЦ в годовом выражении в 2008–2015 гг.

пы прироста цен на услуги зарубежного туризма (6,0% – в январе, 0,8% – в феврале), услуги страхования (9,8% – в январе, 1,8% – в феврале). Замедлением также характеризовались темпы прироста цена на услуги дошкольного воспитания (7,5% – в январе, 2,0% – в феврале).

В феврале темп прироста цен на непродовольственные товары составил 2,1%, что на 1,1 п.п. ниже аналогичного показателя января текущего года. В феврале замедлились темпы роста цен на электро-

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.

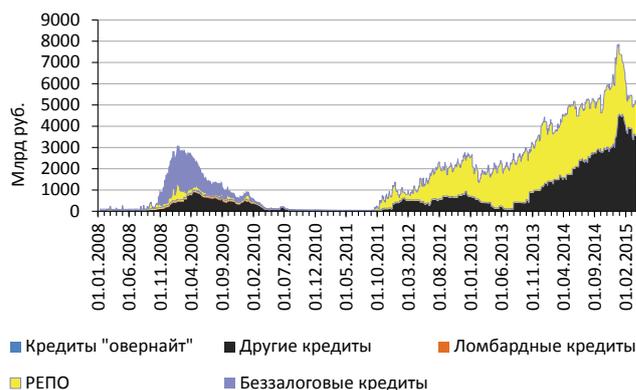
товары и другие бытовые приборы (с 6,1% в январе до 2,2% в феврале), телерадиотовары (3,6% – в январе, 0,7% – в феврале). Положительные темпы роста цен на медикаменты замедлились несущественно с 6,6% в январе до 4,6% в феврале, продолжая снижать доступность лекарственных препаратов для населения. Еще более значительно, чем в январе снизились цены на автомобильный бензин (с –0,3% в январе до –0,6% в феврале).

В целом в феврале в темп прироста инфляции в годовом выражении вклад продовольственных товаров составил 51,6%, непродовольственных товаров – 28,9%, цен и тарифов на платные услуги населению – 19,6%.

Следует отметить, что эффект переноса девальвации номинального курса рубля в цены преодолел пиковые значения, и в дальнейшем его влияние на ценовую динамику будет затухать. По итогам первых 23 дней марта ИПЦ составил 0,7% (1,0% в целом за март 2014 г.). Основными сдерживающим инфляцию факторами остаются отсутствие давления на цены со стороны спроса, принятые Банком России меры, направленные на ужесточение денежно-кредитной политики, а также наметившаяся тенденция рубля к укреплению.

В феврале 2015 г. денежная база в широком определении уменьшилась на 2,3% до 9665,5 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 0,5% до 7715,8 млрд руб.), обязательные резервы (сокращение на 0,8% до 493,3 млрд руб.), депозиты банков (сокращение на 59,7% до 309,7 млрд руб.). Средства на корсчетах банков в Банке России увеличились на 30,2% до 1146,7 млрд руб. Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в феврале снизилась на 0,5% и достигла 8209,1 млрд руб. (см. рис. 4). Отметим, что в целом сокращение широкой денежной базы в феврале преимущественно обусловлено снижением рублевой задолженности коммерческих организаций перед Банком России, однако частично этот эффект был компенсирован уменьшением остатков средств на счетах расширенного правительства.

В феврале среднесуточный объем резервов коммерческих банков составил 1560 млрд руб., увеличившись по сравнению с январем на 7,4%, при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 493,3 млрд руб. (снижение на 0,8% по сравнению с январем), а усредненная величина резервов в период с 10.02.2015 до 10.03.2015 достигла 1066,7 млрд руб. (увеличение на 1,9% по сравнению с предыдущим периодом). За период



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.

10.02.2015 – 10.03.2015 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в среднем составил 340 млрд руб. (снижение на 51,8% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 197 млрд руб. (рост на 60% по сравнению с предыдущим периодом), а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 143,4 млрд руб. (снижение на 31,9% по сравнению с предыдущим периодом).

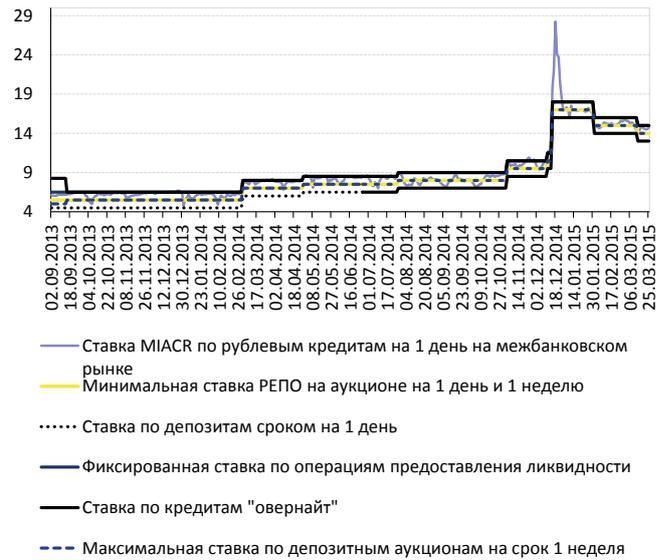
По состоянию на 1 марта 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России, достигла 7,69 трлн руб., уменьшившись с начала февраля на 0,5%. Задолженность банков по сделкам РЕПО снизилась на 28,3% и составила

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.

1,6 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 3,9 трлн руб., увеличившись на 0,5%. По данным на 27 марта, задолженность банков по сделкам РЕПО увеличилась до 1,8 трлн руб., задолженность по другим кредитам составила 3,5 трлн руб.

В феврале 2015 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях не пересекала верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне 15,1% (17% в январе 2015 г.). С 1 по 25 марта средняя межбанковская ставка составила 14,9% (см. рис. 5).

В феврале объем сделок «валютный своп» по предоставлению валютной ликвидности банковской системе составил 406,1 млн долл., а за 27 дней марта – 70,5 млн долл. Слабая востребованность данных операций банками обусловлена высоким уровнем процентных ставок (ставка по рублевой части сделки составляла со 2 февраля – 14%, с 16 марта – 13%, по валютной – 1,5%). Объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО в феврале составил 6,2 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,69% 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. По данным на 24 марта объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО оказался равным 7,3 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,7% на срок 1 неделя, 9,3 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,7% на срок 28 дней, 3,8 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. 20 февраля Банком России был проведен кредитный аукцион по предоставлению кредитным организациям кредитов Банка России в долларах США, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в долларах США. Объем предоставленных денежных средств на срок 28 дней составил 2500,6 млн долл. США по ставке 0,9235% годовых. Объем предоставленных средств на кредитном аукционе со сроком 365 дней оказался равным 922,1 млн долл. по ставке процента 1,4309%. 20 марта в рамках аналогичного аукциона регулятор предоставил 949,7 млн долл. на срок 365 дней по ставке 1,4469% годовых. Кредитный аукцион со сроком предоставления



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. – феврале 2015 г.

средств на 28 дней был признан несостоявшимся в связи с отсутствием заявок.

На 1 марта 2015 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 360,2 млрд долл., снизившись с начала года на 6,6% (рис. 4). В феврале Банк России не проводил валютные интервенции (рис. 6). Напомним, что регулятор 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.

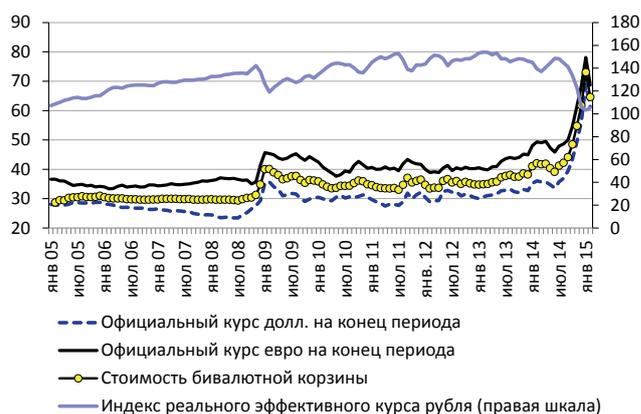
По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны в IV квартале 2014 г. достиг 72,9 млрд долл., что в 4,3 раза больше, чем за аналогичный период 2013 г. В целом за 2014 г.

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.

Впервые с июня 2014 г. реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам характеризовался повышательной динамикой. В феврале данный показатель увеличился на 2,1% (–2,8% в январе 2015 г.). В целом в годовом выражении (февраль 2015 г. к февралю 2015 г.) снижение реального эффективного курса составило 26,8%. Напомним, что за второе полугодие 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 28,5% (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в феврале снизился на 10,7% до 62,2 руб., а курс евро к рублю – на 11,7% (69,5 руб.). В феврале курс евро к доллару в среднем составлял 1,14. Стоимость бивалютной корзины в феврале снизилась на 11,2% до 65,5 руб. По итогам 27 дней марта курс доллара к рублю снизился на 9,3% и достиг 56,4 руб., курс евро к рублю сократился на 10,7% и составил 62,1 руб., в результате стоимость бивалютной корзины уменьшилась на 10% до 59 руб. В среднем курс евро к доллару в марте оказался равным 1,08. Отметим, что продолжающееся снижение курса евро к доллару в марте связано с реализацией программы количественного смягчения в еврозоне, а также неопределенностью относительно ситуации с выплатами по внешнему долгу Греции и возможной необходимостью его реструктуризации. Отметим, что некоторое укрепление рубля, наблюдаемое в феврале–марте, связано с ростом цен на нефть в феврале и во второй половине марта, наступлением налогового периода и повышением спроса на рублевую ликвидность со стороны российских корпоративных налогоплательщиков, а также сдвигом сроков повышения ставок процента ФРС США, препятствующим ускоренному укреплению доллара.

13 марта 2015 г. на очередном заседании Совета директоров Банка России было принято решение о снижении ключевой ставки процента на 1 п.п. до



Источник: ЦБ РФ.

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

14% годовых. Основанием для снижения ставки оказалось смещение баланса рисков в сторону существенного охлаждения экономики. Напомним, что экстренное повышение ключевой ставки процента с 10,5% годовых до 17% годовых 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 реальной ключевой ставки процента отрицательной или близкой к нулю в условиях высоких инфляционных ожиданий, возникновения рисков раскручивания инфляционно-девальвационной спирали может быть расценено как непоследовательность денежно-кредитной политики. ●