

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 марте 2015 г. прирост потребительских цен составил 1,2% (1,0% в марте 2014 г.), т.е. ниже аналогичного показателя февраля 2015 г. на 1 п.п. В результате инфляция в марте 2015 г. по отношению к марту 2014 г. составила 16,9%. За первых 20 дней апреля текущего года прирост ИПЦ достиг 0,5%.

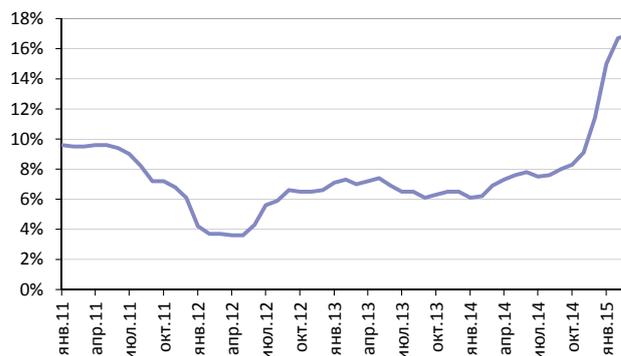
В марте инфляция в РФ замедлилась: индекс потребительских цен (ИПЦ) по итогам месяца увеличился на 1,2% (в феврале 2015 г. – на 2,2%), что выше аналогичного показателя 2014 г. на 0,2 п.п. В результате инфляция в марте 2015 г. по отношению к марту 2014 г. достигла 16,9% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в марте 2015 г. составила 1,5%, оказавшись выше аналогичного показателя предшествующего года на 0,7 п.п.

Темп прироста цен на продовольственные товары в марте замедлился практически в 2 раза и составил 1,6% (в феврале – 3,3%) (см. рис. 2). Существенно замедлились темпы прироста цен на плодоовощную продукцию (с 22,1% в январе и 7,2% в феврале до 1,2% в марте). Замедлились темпы прироста цен на макаронные изделия (с 5,2% в феврале до 2,7% в марте), крупы и бобовые (с 4,5% в феврале до 1,8% в марте), рыбу и морепродукты (с 5,5% в феврале до 3,1% в марте), молоко и молочную продукцию (с 2,8% в феврале до 1,3% в марте), масло сливочное (с 3,1% в феврале до 1% в марте), масло подсолнечное (с 5,6% в феврале до 3,4% в марте). Цены на сахар-песок после подорожания более чем в 1,4 раза за декабрь 2014 г. – февраль 2015 г. в марте снизились на 2,9%. В марте также снизились цены на яйца (-0,5%), которые за ноябрь 2014 г. – февраль 2015 г. выросли более чем в 1,3 раза.

Цены и тарифы на платные услуги населению в феврале т.г. выросли на 0,3%, тогда как в феврале данный показатель составил 0,8%. Тарифы на жилищно-коммунальные услуги в целом в марте повысились на 0,1% (0,4% в феврале). В результате наблюдаемого укрепления рубля снизились цены на услуги зарубежного туризма (0,8% – в феврале, в

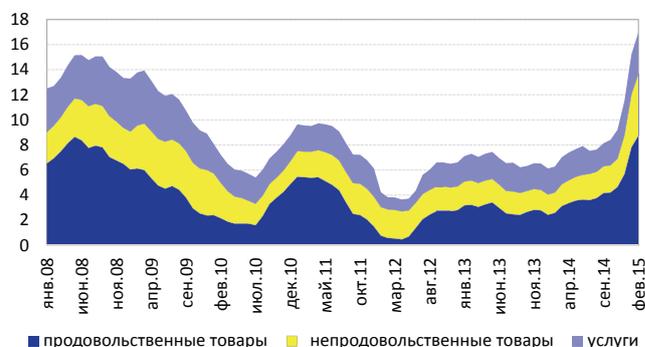
марте – 2,1%). Замедлились темпы прироста цен на услуги дошкольного воспитания (2,0% – в феврале, 0,9% – в марте). Подорожали услуги страхования (1,8% – в феврале, в марте – 2,6%).

В марте темп прироста цен на непродовольственные товары составил 1,4%, что на 0,7 п.п. ниже аналогичного показателя февраля текущего года. В марте замедлились темпы роста цен на электротовары и другие бытовые приборы (2,2% – в феврале,



Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат.

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

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.

0,9% – в марте), телерадиотовары (0,7% – в феврале, 0,6% – в марте), медикаменты (4,6% – в феврале, 2,1% – в марте).

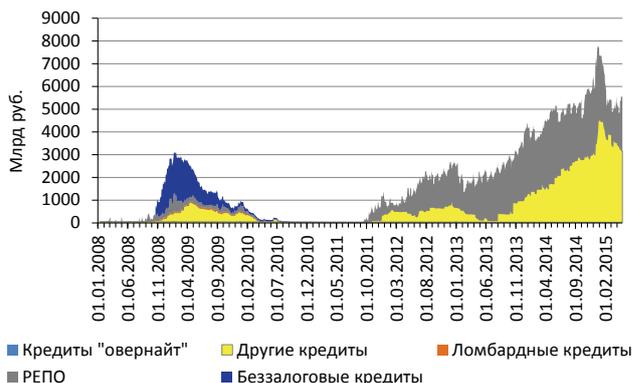
В целом в марте в темп прироста инфляции в годовом выражении вклад продовольственных товаров составил 50,6%, непродовольственных товаров – 30,3%, цен и тарифов на платные услуги населению – 19,1%.

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 20 дней апреля ИПЦ составил 0,5% по отношению к предыдущему месяцу (0,9% в целом за апрель 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 к укреплению рубля.

В марте 2015 г. денежная база в широком определении практически не изменилась, составив на начало апреля 9662,5 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 2,5% до 7522,7 млрд руб.), депозиты банков (сокращение на 5,7% до 292,2 млрд руб.). Средства на корсчетах банков в Банке России увеличились на 17,1% до 1342,3 млрд руб., обязательные резервы выросли на 2,4% до 505,3 млрд руб. Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в марте снизилась на 2,2% и достигла 8028 млрд руб. (см. рис. 4).

В марте средневзвешенный 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 505,3 млрд руб. (увеличение на 2,4% по сравнению с февралем), а усредненная величина резервов в период с 10.03.2015 до 10.04.2015 достигла 1102,8 млрд руб. (увеличение на 3,4% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.03.2015 – 10.04.2015 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в среднем составил 295,3 млрд руб. (снижение на 13,2% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 171 млрд руб.

¹ Под избыточными резервами коммерческих банков в ЦБ РФ понимается сумма депозитов коммерческих банков на счетах в Банке России и их корреспондентских счетов за вычетом усредненной величины обязательных резервов.



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.

(снижение на 13,2% по сравнению с предыдущим периодом), а размер корсчетов за вычетом усредненной величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 124,2 млрд руб. (снижение на 13,4% по сравнению с предыдущим периодом).

По состоянию на 1 апреля 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России, достигла 7,57 трлн руб., уменьшившись с начала марта на 1,5%. Задолженность банков по сделкам РЕПО выросла на 23% и составила 1,9 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 3,5 трлн руб., сократившись на 9%. По данным на 28 апреля, задолженность банков по сделкам РЕПО увеличилась до 2,5 трлн руб., задолженность по другим кредитам составила 3,1 трлн руб.

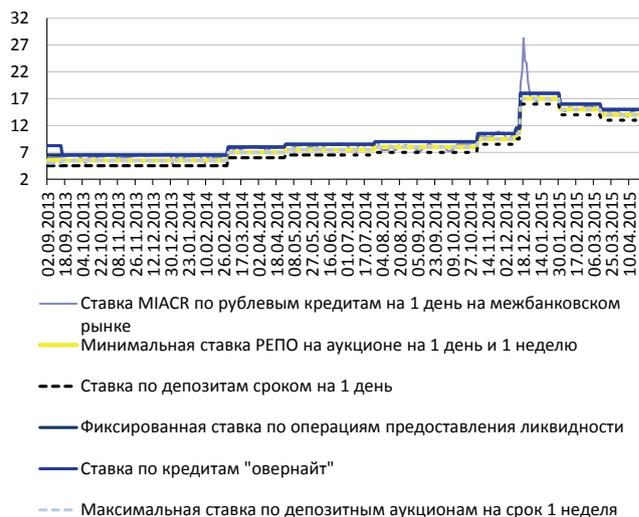
В марте 2015 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях не пересекала верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне 14,9% (15,1% в феврале

2015 г.). С 1 по 24 апреля средняя межбанковская ставка составила 14,3% (см. рис. 5).

В марте объем сделок «валютный своп» по предоставлению валютной ликвидности банковской системе составил 70,5 млн долл., в апреле подобные сделки не проводились. 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 марте составил 8,2 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,75% на срок 1 неделя, 10,9 млрд долл. по средневзвешенной ставке 0,8% на срок 28 дней, 5,3 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,4% на срок 12 месяцев. По данным на 27 апреля объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО оказался равным 2,3 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,5% на срок 1 неделя, 9,9 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,6% на срок 28 дней, 5,2 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,5% на срок 12 месяцев. Отметим, что некоторое сокращение спроса на кредиты в иностранной валюте, наблюдаемое в апреле, обусловлено в т.ч. принятыми регулятором решениями от 30 марта, 10 апреля и 21 апреля о повышении цены валютного фондирования.

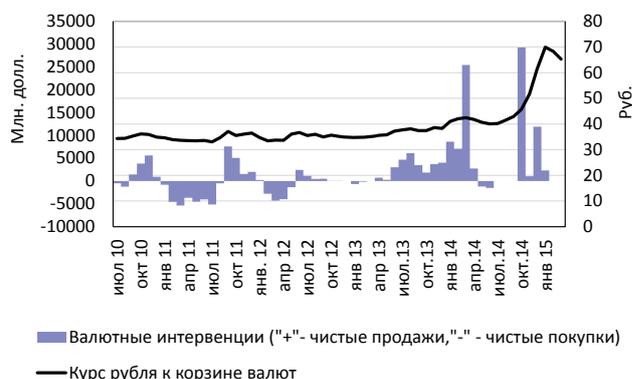
20 марта Банком России был проведен кредитный аукцион по предоставлению кредитным организациям кредитов Банка России в долларах США, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в долларах США. Кредитный аукцион со сроком предоставления средств на 28 дней был признан несостоявшимся в связи с отсутствием заявок. Регулятор предоставил 949,7 млн долл. на срок 365 дней по ставке 1,4469% годовых. 17 апреля в рамках аналогичного аукциона объем предоставленных денежных средств составил 451,0 млн долл. США на срок 28 дней по ставке 1,9311% годовых. Кредитный аукцион со сроком предоставления средств на 365 дней признан несостоявшимся в связи с участием одной кредитной организации.

На 1 апреля 2015 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 356,4 млрд долл., снизившись с начала года на 7,5% (рис. 4). В марте 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.



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. – марте 2015 г.

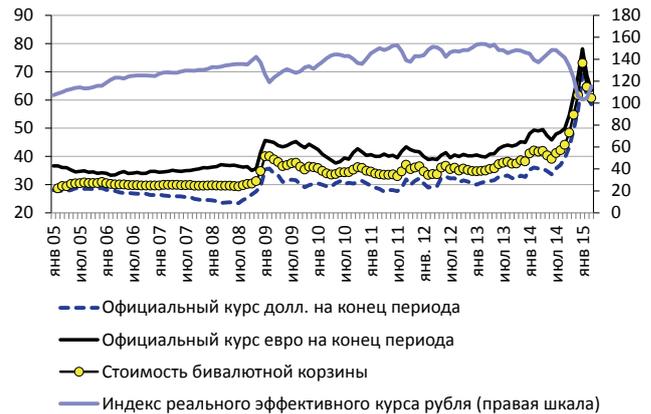
По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны в I квартале 2015 г. достиг 32,6 млрд долл., что на 31,7% меньше, чем за аналогичный период 2014 г. Чистый вывоз капитала банками в I квартале 2015 г. достиг 14,6 млрд долл., прочими секторами – 18,0 млрд долл. Напомним, что в целом за 2014 г. отток капитала составил 151,5 млрд руб., что в 2,5 раза выше, чем за 2013 г.

В марте рубль продолжил укрепляться в реальном выражении. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам увеличился на 10,6% (1,1% в феврале 2015 г.) и соответствует значениям 2006 г. В целом в годовом выражении (март 2015 г. к марту 2014 г.) снижение реального эффективного курса составило 23,6%. Напомним, что за 2 полуго-

дие 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 28,5% (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в марте снизился на 7,4% до 57,7 руб., а курс евро к рублю – на 10,8% (62,0 руб.). В марте курс евро к доллару в среднем составлял 1,08. Стоимость бивалютной корзины в марте снизилась на 9,0% до 59,6 руб. По итогам 28 дней апреля курс доллара к рублю снизился на 10,7% и достиг 51,5 руб., курс евро к рублю сократился на 10,0% и составил 55,9 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. Некоторое укрепление рубля, наблюдаемое в феврале–апреле, обусловлено профицитом счета текущих операций, оптимистичной динамикой цен на нефть, высокими ставками процента по инструментам рефинансирования Банка России, постепенным снижением оттока капитала, сокращением спроса на иностранную валюту со стороны банков и корпоративного сектора по мере снижения внешней задолженности, а также спроса населения на иностранную валюту в результате снижения негативных ожиданий и панических настроений. Учитывая тот факт, что январе–марте 2015 г. Банк России не проводил валютных интервенций, частично повышательное давление на курс рубля оказывали операции валютного РЕПО.

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. 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.



Источник: ЦБ РФ.

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

Банк России принял решение с 21 апреля 2015 г. повысить минимальные процентные ставки на аукционах РЕПО в иностранной валюте на 0,5 п.п. до уровня ставки LIBOR, увеличенной на 2 п.п. на срок 1 неделя и 28 дней и на 2,5 п.п. на срок 12 месяцев. Также регулятор повысил минимальные процентные ставки на аукционах по предоставлению кредитов в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте, до уровня ставки LIBOR, увеличенной на 2,25 п.п. на срок 28 дней и 2,75 п.п. на срок 365 дней. Как и в рамках предыдущего повышения ставок с 13 апреля стоимость годовых кредитов увеличена более значительно (на 0,75 п.п.) по сравнению с кредитами на 28 дней и 1 неделю (на 0,5 п.п.).

Напомним, что изначально инструменты валютного рефинансирования по относительно низкой процентной ставке были введены в связи с ажиотажным спросом на иностранную валюту со стороны банков, населения и корпораций в ноябре – декабре 2014 г., причем рефинансирование в рамках операций РЕПО предоставлялось по ставке LIBOR, увеличенной на 0,5 п.п., а по валютным кредитам – на 0,75 п.п. По мере стабилизации ситуации на валютном рынке ЦБ РФ стал увеличивать стоимость валютного рефинансирования, и текущее повышение ставок стало уже третьим за последний месяц.

Повышение ставок процента по предоставлению валютных средств направлено на снижение стимулов для банков использовать полученные средства для вложения их в более доходные валютные и рублевые активы. При этом основной задачей данных инструментов ЦБ РФ, которая была решена в январе–феврале, является сдерживание панических настроений на валютном рынке. Из-

быточное накопление валютной задолженности банков перед ЦБ РФ увеличивает валютные риски банков, а также повышает вероятность ослабления рубля, когда подойдет срок возврата выданных кредитов.

Данная мера также позволит сдерживать чрезмерное укрепление рубля, вызванное не только

действием фундаментальных факторов, но и оптимизмом инвесторов относительно состояния российской экономики и геополитического фона. При этом в случае необходимости Банк России может вновь смягчить условия предоставления валютных ресурсов. ●