

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова, А.Киюцевская, П.Трунин

30 апреля Банк России снизил ключевую ставку с 14% до 12,5% годовых, отметив ослабление инфляционных рисков при сохранении рисков существенного охлаждения экономики. По всей видимости, ЦБ считает неоправданным дальнейшее укрепление рубля. 14 мая он объявил о возобновлении интервенций по покупке валюты для пополнения международных резервов в размере 100–200 млн долл. в день. В апреле 2015 г. прирост потребительских цен составил 0,5% (0,9% в апреле 2014 г.), т.е. ниже аналогичного показателя марта 2015 г. на 0,7 п.п. В результате инфляция в апреле 2015 г. по отношению к апрелю 2014 г. составила 16,4%, снизившись впервые с июля 2014 г. За первых 25 дней мая текущего года прирост ИПЦ существенно замедлился, составив 0,3%.

В апреле инфляция в РФ продолжила замедляться: прирост индекса потребительских цен (ИПЦ) по итогам месяца снизился до 0,5% (в марте 2015 г. он составлял 1,2%), что ниже аналогичного показателя 2014 г. на 0,4 п.п. В результате инфляция в апреле 2015 г. по отношению к апрелю 2014 г. составила 16,4%, снизившись впервые с июля 2014 г. (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в апреле 2015 г. составила 0,8%, оказавшись ниже аналогичного показателя предшествующего года на 0,1 п.п.

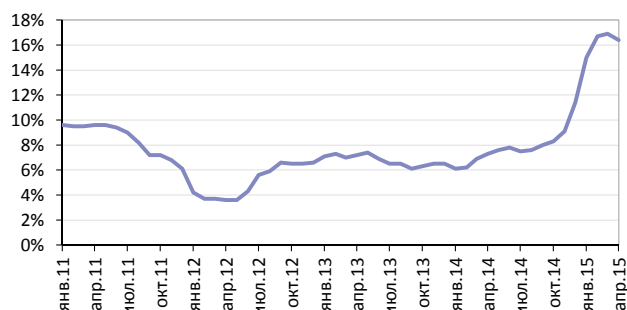
Темп прироста цен на продовольственные товары в апреле замедлился до 0,3% (в марте – 1,6%) (см. рис. 2), цены на плодоовощную продукцию снизились на 3,7% (в марте цены на эту группу товаров выросли на 1,2%), что связано как с укреплением рубля, так и с началом сезонного удешевлением фруктов и овощей. Отметим, что снижение темпов прироста цен на продовольствие, помимо курсовой динамики, обусловлено также рекордным с июня 2010 г. снижением мировых цен на продовольственные товары.

Цены и тарифы на платные услуги населению в апреле т.г. остались неизменными. При этом в результате укрепления рубля продолжали снижаться цены на услуги зарубежного туризма (с -2,1% в марте до -5,2% в апреле), однако ускорился рост цен на услуги страхования (с 2,6% в марте до 3,5% в апреле). Данная группа услуг является лидером удорожания: за 12 месяцев цены выросли на 39,1%. Существенное влияние на страховые тарифы оказал рост цен на запасные части для автомобилей, а также повышение тарифов ОСАГО.

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.

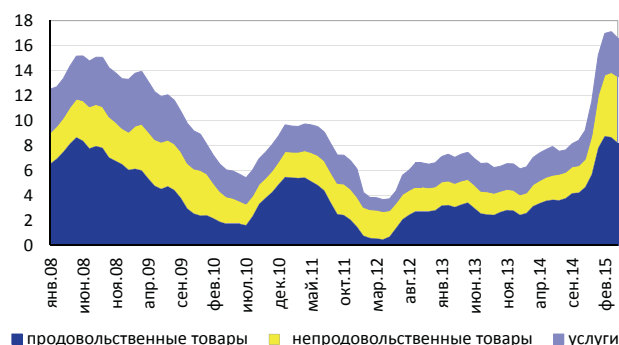
В апреле темп прироста цен на непродовольственные товары составил 0,9%, что на 0,5 п.п. ниже аналогичного показателя марта текущего года. Вследствие укрепления рубля медленнее дорожали медикаменты (на 2,1% в марте и 0,9% в апреле), электротовары и другие бытовые приборы (0,9% в марте и 0,2% в апреле). Одновременно цены на автомобильный бензин выросли за апрель на 0,2%, тогда как в марте они не изменились.

В целом в апреле вклад в темп прироста инфляции, измеренный в процентах к соответствующему



Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат.

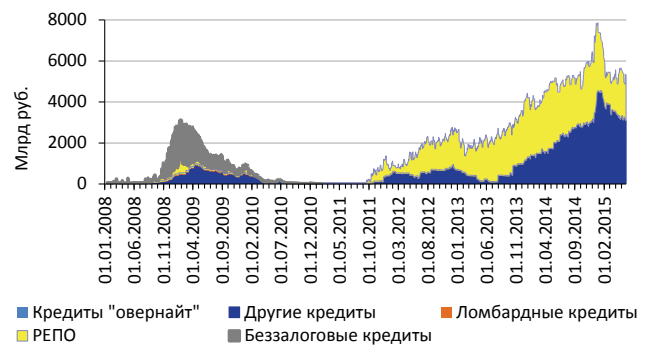
Рис. 2. Вклад основных компонент в ИПЦ в годовом выражении в 2008–2015 гг.

месяцу предыдущего года, продовольственных товаров составил 49,5%, непродовольственных товаров – 32,1%, цен и тарифов на платные услуги населению – 18,5%.

В первой половине мая снижение годовых темпов инфляции продолжилось. По итогам 25 дней мая прирост ИПЦ составил 0,3% по отношению к предыдущему месяцу (0,9% в целом за май 2014 г.). Основными сдерживающим инфляцию факторами остаются укрепление рубля, происходящее во многом в результате роста цены на нефть, отсутствие давления на цены со стороны спроса. Существенную роль играют и изменения в ожиданиях экономических агентов: по данным мартовского отчета Банка России «Измерение инфляционных ожиданий и потребительских настроений на основе опросов населения», доля респондентов, ожидающих роста курса рубля (26%) превышает долю считающих, что рубль будет снижаться (19%).

В апреле 2015 г. денежная база в широком определении несущественно снизилась, составив на начало мая 9520,0 млрд руб. (см. рис. 3). Среди сократившихся компонент широкой денежной базы можно выделить: средства на корсчетах банков в Банке России (снижение на 23,9% до 1021,1 млрд руб.), обязательные резервы (сокращение на 3,9% до 485,8 млрд руб.). Объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций вырос на 2,3% до 7699,2 млрд руб., депозиты банков увеличились на 7,4% до 313,9 млрд руб. Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в апреле увеличилась на 2,0% и достигла 8185 млрд руб. (см. рис. 4).

В апреле среднечасовой объем резервов коммерческих банков практически не изменился по сравнению с мартом и составил 1549,1 млрд руб., при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 485,8 млрд руб. (увеличение на 3,9% по сравнению с мартом), а усредненная величина резервов в период с 10.04.2015 г. до 10.05.2015 г. составила 1063,3 млрд руб. (сокращение на 3,6% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.04.2015 – 10.05.2015 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в среднем составил 356,8 млрд руб. (увеличение на 20,8% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 198,2 млрд руб. (рост на 15,9% по сравнению с предыдущим



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.

периодом), а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 158,6 млрд руб. (увеличение на 27,6% по сравнению с предыдущим периодом).

По состоянию на 1 мая 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России, достигла 7,52 трлн руб., уменьшившись с начала апреля на 0,8%. Задолженность банков по сделкам РЕПО выросла на 8,6% и составила 2,2 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 3,3 трлн руб., сократившись на 6,3%. По данным на 25 мая, задолженность банков по сделкам РЕПО практически не изменилась и составила 2,2 трлн руб., задолженность по другим кредитам сократилась до 3,1 трлн руб.

В апреле 2015 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях не пересекла верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне 14,4% (14,9% в марте 2015 г.). С 1 по 25 мая средняя межбанковская ставка составила 12,8% (см. рис. 5). Напомним, что снижение средней ставки MIACR обусловлено при-

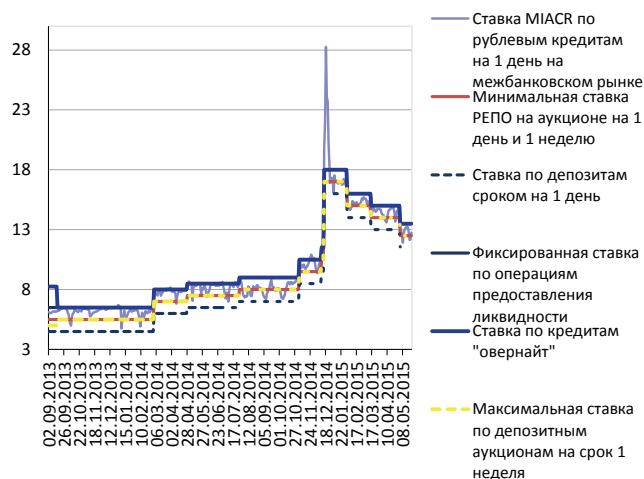
¹ Под избыточными резервами коммерческих банков в ЦБ РФ понимается сумма депозитов коммерческих банков на счетах в Банке России и корреспондентских счетов за вычетом усредненной величины обязательных резервов.

нятым 30 апреля Банком России о снижении ключевой ставки процента на 1,5 п.п. до 12,5%.

В апреле сделки «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 с 16 марта – 13%, с 5 мая – 11,5%, по валютной – 1,5%). Объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО в апреле составил 2,4 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,5% на срок 1 неделя, 12,5 млрд долл. по средневзвешенной ставке 1,0% на срок 28 дней, 5,5 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,1% на срок 12 месяцев. По данным на 26 мая объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО оказался равным 0,1 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,3% на срок 1 неделя, 5,0 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 28 дней, 0,8 млрд долл. по средневзвешенной ставке 3,2% на срок 12 месяцев. Отметим, что сокращение спроса на кредиты в иностранной валюте обусловлено в том числе принятыми регулятором решениями от 30 марта, 10 апреля и 21 апреля о повышении цены валютного фондирования.

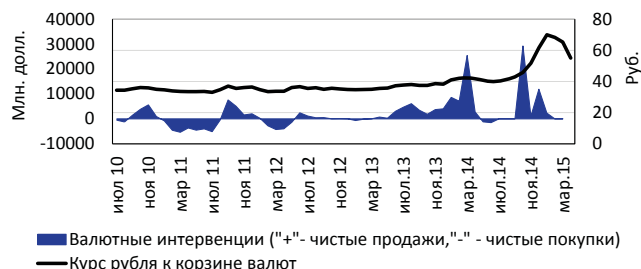
17 апреля Банком России был проведен кредитный аукцион по предоставлению кредитным организациям кредитов Банка России в долларах США, обеспеченных залогом прав требования. На кредитном аукционе со сроком предоставления средств на 28 дней было предоставлено 451 млн долл. Кредитный аукцион со сроком предоставления средств на 365 дней признан несостоявшимся в связи с участием одной кредитной организации. 15 мая в рамках аналогичного аукциона объемом предоставленных денежных средств составил 451,0 млн долл. на срок 28 дней по ставке 1,9311% годовых. В мае аналогичный кредитный аукцион со сроком предоставления средств на 28 дней был признан несостоявшимся в связи с участием одной кредитной организации.

Величина международных резервов ЦБ РФ за апрель практически не изменилась, составив на 1 мая 356 млрд долл. Увеличение задолженности банков перед ЦБ РФ в валюте было компенсировано укреплением евро к доллару США, а также удорожанием золота. С 14 мая 2015 г. Банк России начал проводить валютные интервенции на покупку иностранной валюты с целью пополнения международных резервов. По данным на 26 мая суммарный объем валютных интервенций составил 1781 млн долл. Отметим, что решение, приня-



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. – апреле 2015 г.

тое регулятором, не направлено на поддержание определенного уровня курса.

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 за этот же период 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.

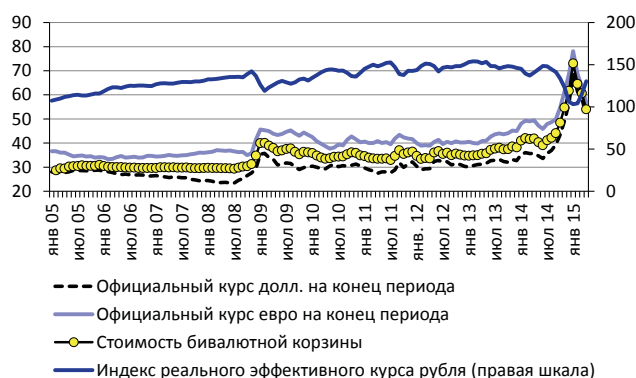
В апреле рубль продолжил укрепляться в реальном выражении. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам увеличился на 13,2% (10,5% в марте 2015 г.) и соответствует значению 2007 г. В целом за период январь–апрель 2015 г. к январю–апрелю 2014 г. снижение реального эффективного курса составило 19,8%. Напомним, что за 2 полугодие 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 28,5% (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в апреле снизился на 11,3% до 51,1 руб., а курс евро к рублю – на 7,9% (57,2 руб.). В апреле курс евро к доллару в среднем составлял 1,08. Стоимость бивалютной корзины в апреле снизилась на 9,7% до 53,8 руб. По

итогам 27 дней мая курс доллара к рублю снизился на 1,6% и достиг 50,3 руб., курс евро к рублю сократился на 4,1% и составил 54,8 руб., в результате стоимость бивалютной корзины уменьшилась на 2,8% до 52,4 руб. В среднем курс евро к доллару в мае оказался равным 1,12. Укрепление рубля, наблюдаемое в феврале–мае, обусловлено профицитом счета текущих операций, стабилизацией цен на нефть, высокими ставками процента по инструментам рефинансирования Банка России, постепенным сокращением оттока капитала, уменьшением 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–апреле 2015 г. Банк России не проводил валютных интервенций, частично повышательное давление на курс рубля оказывали операции валютного РЕПО.

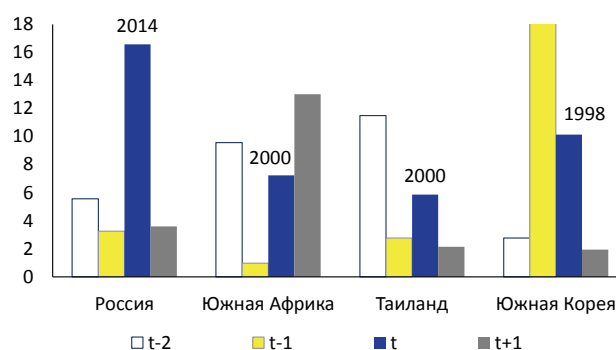
Таким образом, укрепление рубля в первую очередь обусловлено действием фундаментальных факторов платежного баланса (см. подробнее *ОМЭС №8, 2015¹*). При этом существенное обесценение рубля во второй половине 2014 г. – январе 2015 г. до 68,9 руб. за долл. и дальнейшее его укрепление в феврале–апреле 2015 г. до 51,7 руб. за долл. отражает высокую волатильность обменного курса. Однако, как свидетельствует мировой опыт, повышение волатильности обменных курсов национальных валют в процессе перехода к инфляционному таргетированию характерно как для развитых, так и для развивающихся стран. Причем если в развитых странах пик курсовой волатильности, как правило, приходился на год, предшествующий внедрению инфляционного таргетирования, то в развивающихся странах – на год его непосредственного внедрения.

С наиболее существенным всплеском курсовой волатильности столкнулись страны, преступившие к реформированию монетарной политики в период валютных кризисов. Так, например, внутригодовая волатильность южнокорейской воны достигла 18,2% в 1997 г., тайландского бата – 11,5% в 1998 г. Вместе с тем курсовая волатильность южноафриканского ранда достигла максимума в 2001 г. уже после перехода к инфляционному таргетированию. На этом фоне повышения волатильности российского рубля до 16,6% в 2014 г. вследствие сочетания ряда негативных шоков при одновременном переходе к новому режиму



Источник: ЦБ РФ.

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



* t – год официального перехода к инфляционному таргетированию
Источник: Банк России, МВФ, расчеты авторов.

Рис. 8. Волатильность валютного курса некоторых стран, перешедших к инфляционному таргетированию

денежно-кредитной политики, не выглядит чрезмерным (рис. 8).

Значительное укрепление рубля заставило ЦБ РФ ужесточить условия предоставления валютного рефинансирования. С 21 апреля ЦБ РФ повысил 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 ЦБ РФ 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 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.). Данная мера призвана сдержать чрезмерное укрепление рубля, вызванное не только действием фундаментальных факторов, но и оптимизмом инвесторов относительно состояния рос-

1 <http://www.iep.ru/ru/publikatcii/7497/publication.html>

сийской экономики и геополитического фона. При этом в случае необходимости Банк России может вновь смягчить условия предоставления валютных ресурсов.

Стабилизация инфляции и курса позволили совету директоров Банка России 30 апреля 2015 г. снизить ключевую ставку с 14% до 12,5% годовых. Основанием для снижения ставки стало ослабление инфляционных рисков при сохранении рисков существенного охлаждения экономики. Данная новость практически не повлияла на валютный рынок, который находился под воздействием роста

цен на нефть. При этом, по всей видимости, Банк России все же считает неоправданным дальнейшее укрепление рубля, так как 14 мая, как мы уже говорили, он объявил о возобновлении интервенций по покупке иностранной валюты для пополнения международных резервов в размере 100–200 млн долл. США в день. Такая величина интервенций является сравнительно небольшой и сама по себе вряд ли окажет существенное воздействие на рынок, однако данное решение можно рассматривать как сигнал о том, что текущий уровень курса рубля ЦБ считает обоснованным. ●