

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

Стабилизация инфляции и курса позволили Совету директоров Банка России 15 июня 2015 г. в очередной раз снизить ключевую ставку до 11,50% годовых. Основанием для снижения ставки стало сохранение существенных рисков охлаждения экономики в условиях ослабления инфляционных рисков. В июне 2015 г. прирост потребительских цен составил 0,2% (0,6% в июне 2014 г.), что ниже аналогичного показателя мая 2015 г. на 0,2 п.п. В результате инфляция в июне 2015 г. по отношению к июню 2014 г. составила 15,3%. За 20 дней июля текущего года прирост ИПЦ достиг 0,9%, что преимущественно было связано с повышением тарифов на услуги естественных монополий

В июне темпы инфляции продолжали снижаться: прирост индекса потребительских цен (ИПЦ) по итогам месяца составил 0,2% (в мае 2015 г. – 0,4%), что ниже аналогичного показателя 2014 г. на 0,4 п.п. Инфляция в июне 2015 г. в годовом выражении составила 15,3% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в июне 2015 г. составила 0,4%, оказавшись ниже аналогичного показателя предшествующего года на 0,4 п.п.

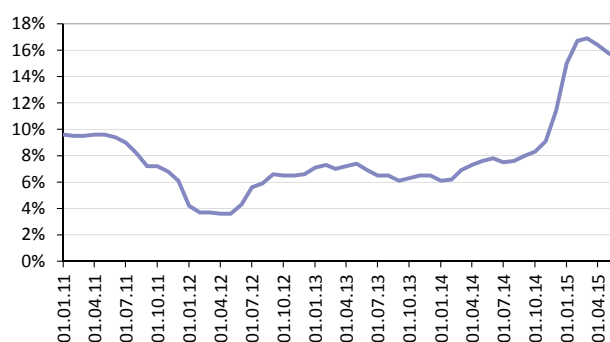
Существенное замедление потребительской инфляции связано со снижением внутреннего спроса, укреплением рубля в феврале–апреле 2015 г., уменьшением инфляционных ожиданий и сезонным фактором. В июне наблюдалась дефляция в секторе продовольственных товаров: цены на них снизились в среднем на 0,4% (в мае положительный прирост составлял 0,1%). Лидерами снижения цен оказалась яйца (-12,1% в мае, -5,4% в июне), сахар-песок (-2,1% в мае, -1,6% в июне) и плодоовощная продукция (-1% в мае, -5% в июне).

Июньский прирост цен в группе непродовольственных товаров составил 0,3% (0,5% в мае). При этом значительно замедлилось удорожание моющих и чистящих средств (с 2,5% в мае до 0,5% в июне) и строительных материалов (с 0,5% в мае до 0,3% в июне). Одновременно цены на автомобильный бензин выросли за июнь на 0,9% в связи с ростом его потребления в летние месяцы, а также увеличением в мае объемов экспортных поставок нефти за рубеж.

Цены и тарифы на платные услуги населению за июнь выросли на 1% (0,5% в мае). Под влиянием сезонного фактора увеличились цены на услуги зарубежного туризма и санаторно-оздоровительные

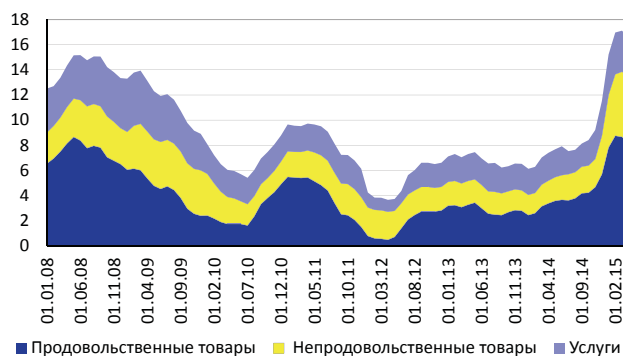
услуги. В то же время замедлился рост цен на услуги страхования (с 1,5% в марте до 0,5% в апреле), где наблюдались исключительно высокие темпы роста: за 12 месяцев цены выросли на 35,3%. Существенное влияние на страховые тарифы оказало повышение цен на запасные части для автомобилей и связанное с ним повышение тарифов ОСАГО.

В целом в июне вклад в темп прироста инфляции, измеренный в процентах к соответствующему месяцу предыдущего года, продовольственных товаров составил 46,1%, непродовольственных това-



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.

ров – 34,3%, цен и тарифов на платные услуги населению – 19,6%.

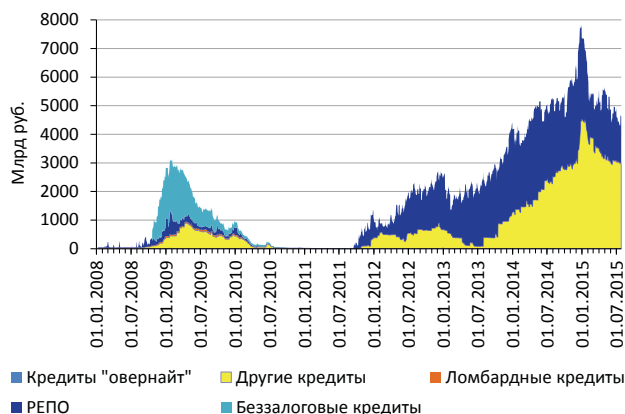
Решение Правительства РФ продлить продуктивное эмбарго также, на наш взгляд, не окажет существенного влияния на динамику цен товаров, попавших под запрет, так как адаптация производителей и торговых сетей к введенным ограничениям уже практически завершилась, о чем свидетельствует замедление темпов роста цен на соответствующие виды товаров.

Отметим, что по данным опросов ООО «ИНФОМ» в июне 2015 г. инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев незначительно выросли после резкого снижения и дальнейшей стабилизации в марте–мае 2015 г. По данным июньского опроса, оценка представлений о будущей инфляции составляет 12–12,5% против 11,4–11,9% в мае.

За первую неделю июля инфляция составила 0,7% (0,5% в целом за июль 2014 г.), что было связано с повышением тарифов на услуги естественных монополий. В частности, тарифы на коммунальные услуги увеличились на 5,4–6,3%. Несмотря на то, что увеличение тарифов приведет к замедлению темпов снижения инфляции в годовом выражении, данное изменение носит предсказуемый характер и не окажет существенного влияния на ожидания экономических агентов. Уже на второй и третьей неделях июля темп прироста индекса потребительских цен стабилизировался на уровне 0,1%.

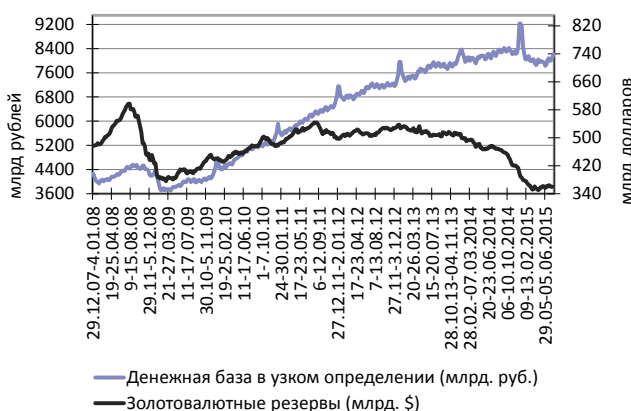
В июне 2015 г. денежная база в широком определении увеличилась на 5,5%, составив на начало июля 9706,5 млрд руб. В июле все компоненты широкой денежной базы росли: средства на корсчетах банков в Банке России (увеличение на 37% до 1308,1 млрд руб.), обязательные резервы (рост на 1,4% до 466 млрд руб.), депозиты банков увеличились на 18,7% до 293,2 млрд руб., объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций вырос на 1,3% до 7639,3 млрд руб. Анализ динамики факторов формирования ликвидности в июне 2015 г. говорит о том, что основной вклад в увеличение широкой денежной базы внесли интервенции Банка России на валютном рынке (208,1 млрд руб.) и изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России (190,9 млрд руб.). Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в июне увеличилась на 1,3% и достигла 7933 млрд руб. (см. рис. 4).

В июне среднедневной объем резервов коммерческих банков увеличился по сравнению с маем на 1,4% и составил 1486,6 млрд руб., при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 466 млрд руб. (рост на 1,4% по



Источник: ЦБ РФ.

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

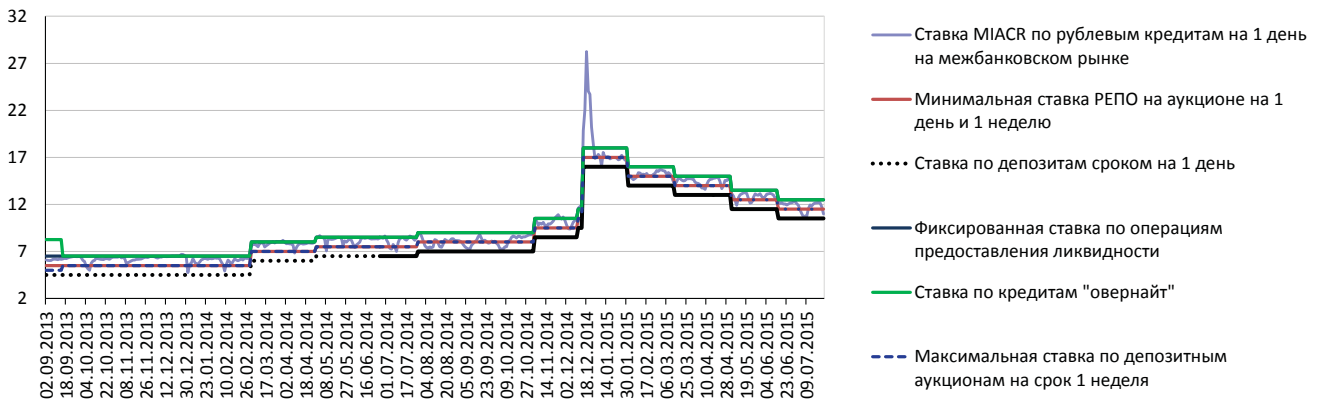


Источник: ЦБ РФ.

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

сравнению с маем), а усредненная величина резервов в период с 10.06.2015 до 10.07.2015 составила 1020,6 млрд руб. (увеличение на 1,4% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.06.2015 – 10.07.2015 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в среднем составил 452 млрд руб. (увеличение на 30% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 296,3 млрд руб. (рост на 43% по сравнению с предыдущим периодом), а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 156 млрд руб. (увеличение на 10,2% по сравнению с предыдущим периодом).

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.



Источник: ЦБ РФ.

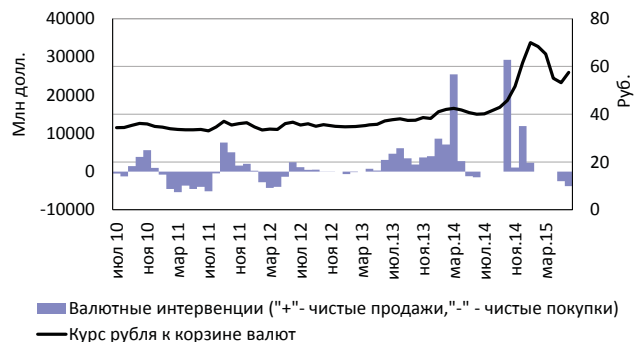
Рис. 5. Коридор процентных ставок Банка России и динамика межбанковского рынка в 2012–2015 гг. (% годовых)

По состоянию на 1 июля 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России, достигла 6,93 трлн руб., увеличившись с начала июня на 1,4%. Задолженность банков по сделкам РЕПО уменьшилась на 4,1% и составила 1,8 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 3,1 трлн руб., увеличившись на 1%. По данным на 27 июля, задолженность банков по сделкам РЕПО уменьшилась на 10,1% и составила 1,7 трлн руб., задолженность по другим кредитам снизилась до 2,9 трлн руб.

В июне 2015 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях не пересекала верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне 12,5% (12,8% в мае 2015 г.). С 1 по 23 июля средняя межбанковская ставка составила 11,6% (см. рис. 5). Напомним, что снижение средней ставки MIACR обусловлено принятым 15 июня Банком России решением о снижении ключевой ставки процента на 1 п.п. до 11,5% годовых.

В июне 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 5 мая – 11,5%, с 16 июня – 10,5%, по валютной – 1,5%). 9 июля объем сделки «валютный своп» составил 309,1 млн долл. США.

Объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО в июне составил 62,5 млн долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 1 неделя, 9,3 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 28 дней. По данным на 27 июля объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО оказался равным 0,1 млрд долл. по средневзвешенной ставке



Источник: ЦБ РФ.

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

2,2% на срок 1 неделя, 4,3 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 28 дней.

В целом, валютная задолженность банков перед ЦБ РФ в мае–июне снижалась. По оценкам на 1 июля задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО составляла 32,8 млрд долл. США, в том числе 26,0 млрд долл. – по операциям сроком 1 год и 6,8 млрд долл. – по операциям сроком 28 дней. В целом за июнь задолженность банков по операциям валютного РЕПО снизилась на 2,3% (в мае снижение составило 6,6%). Сокращение задолженности банков перед Регулятором в иностранной валюте обусловлено приостановлением проведения аукционов валютного РЕПО сроком на 1 год, являвшегося наиболее востребованным, ростом стоимости валютного фондирования, а также снижением спроса на иностранную валюту в связи со стабилизацией ситуации на валютном рынке. По нашим оценкам, на 27 июля задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО оставалась практически неизменной.

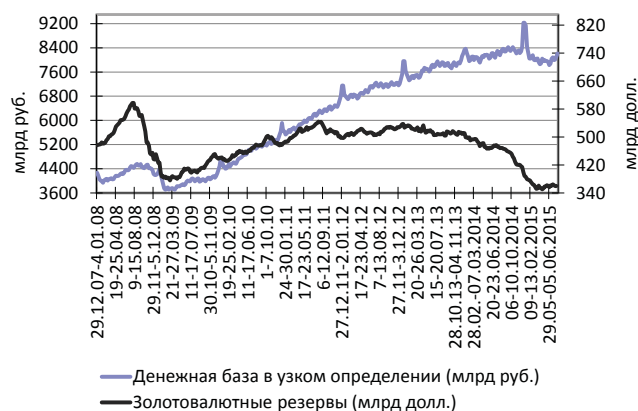
11 июня Банком России был проведен кредитный аукцион по предоставлению коммерческим банкам кредитов Банка России в долларах США,

обеспеченных залогом прав требования. Объем представленных денежных средств составил 441,0 млн долл. США на срок 28 дней по ставке 2,4390% годовых. В рамках аналогичного аукциона, проведенного 10 июля 2015 г. было предоставлено 442,0 млн долл. США на срок 28 дней по ставке 2,4367% годовых.

Величина валютных интервенций Банка России в июне 2015 г. составила 3,8 млрд долл., достигнув рекордных значений с апреля 2012 г. В результате международные резервы ЦБ РФ увеличились с 356,8 млрд долл. до 361,6 млрд долл. (на 1 июля 2015 г.). Намерение Банка России нарастить международные резервы выглядит оправданным в условиях низкой прогнозируемости цен на нефть и ограниченного доступа российских компаний к международным рынкам капитала. Однако следует учитывать инфляционные риски такой политики. Отметим, что валютные интервенции не противоречат режиму таргетирования инфляции, пока именно инфляция остается главным целевым ориентиром ЦБ. Международный опыт показывает, что центральные банки большинства стран, придерживающихся режима таргетирования инфляции, в той или иной мере присутствуют на валютном рынке.

Согласно опубликованной Банком России предварительной оценке платежного баланса, за апрель–июнь 2015 г. положительное сальдо счета текущих операций составило 19,2 млрд долл., существенно увеличившись по сравнению с II кв. 2014 г. (на 58,1% или на 12,1 млрд долл.). Увеличение счета текущих операций связано, как и прежде, с эффектами девальвации и санкций: опережающим сокращением импорта по отношению к экспорту, сокращением отрицательной величины сальдо инвестиционных доходов, баланса услуг, а также сальдо оплаты труда. В условиях продолжающихся санкционных ограничений по привлечению капитала банки снизили во II кв. 2015 г. внешние обязательства на 12,3 млрд долл., погашая накопленный ранее долг. Небанковский сектор, напротив, нарастил во II кв. свои внешние обязательства на 3,9 млрд долл., после того как в I кв. 2015 г. они сократились на 8 млрд долл. В целом, чистый вывоз капитала частным сектором составил 20,0 млрд долл., что ниже соответствующего значения I кв. 2015 г. на 38,5%. Тенденции 1 полугодия позволяют предположить, что при отсутствии новых внешних шоков сальдо платежного баланса по итогам 2015 г. будет достаточно большим, чтобы обеспечить устойчивость курса рубля даже с учетом значительных выплат по внешнему долгу в конце года¹.

1 Более детальная оценка платежного баланса за апрель–июнь 2015 г. приведена в ОМЭС №11, 2015 г.



Источник: ЦБ РФ.
Рис. 7. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 г. – июне 2015 г.

В июне рубль обесценился в реальном выражении. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 6,8% (+2,1% в мае 2015 г.). В целом за 1 полугодие 2015 г. к 1 полугодью 2014 г. снижение реального эффективного курса составило 17,4%. Напомним, что за 2 полугодие 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 28,5% (см. рис. 7).

Курс доллара к рублю в июне увеличился на 5,7% до 55,8 руб., а курс евро к рублю – на 8,1% (62,4 руб.). В июне курс евро к доллару в среднем составлял 1,12. Стоимость бивалютной корзины в июне увеличилась на 6,8% до 58,8 руб. По итогам 25 дней июля курс доллара к рублю вырос на 3,9% и достиг 58,0 руб., курс евро к рублю увеличился на 2% и составил 63,6 руб., в результате стоимость бивалютной корзины возросла на 3% до 60,5 руб. В среднем курс евро к доллару в мае оказался равным 1,1. Следует отметить также, что после значительного весеннего укрепления рубль начал слабеть, прежде всего в связи с коррекцией цен на нефть и мерами ЦБ РФ, направленными на удорожание валютной ликвидности и поэтапное снижение ключевой ставки процента.

В целом, о более стабильной ситуации на валютном рынке по сравнению с началом года свидетельствует не только приближение курса рубля к своему фундаментально обоснованному уровню (см. ОМЭС №9, 2015 г.), но и продолжающееся снижение внутримесячной курсовой волатильности.

Стабилизация инфляции и курса позволили Совету директоров Банка России 15 июня 2015 г. в очередной раз снизить ключевую ставку до 11,50% годовых. Это уже четвертый этап смягчения монетарной политики после резкого увеличения ключевой ставки до 17% в декабре 2014 г. Основанием для снижения ставки стало сохранение существенных рисков дальнейшего охлаждения экономики в ус-

ловиях ослабления инфляционного давления. Так, если в I кв. индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности снизился на 2,3% по сравнению с I кв. 2014 г., то в апреле падение составило 5,8%, а в мае – 6,8%. В условиях приближения реального валютного курса рубля к фундаментально обоснованным значениям, а также преодоления инфляционного пика (16,9% в марте 2015 г.) смягчение денежно-кредитной политики

представляется оправданным. При этом в комментариях к последнему решению о снижении ключевой ставки Банк России весьма осторожно говорит о перспективах ее дальнейшего понижения, что вполне объяснимо в условиях все еще достаточно высоких (хотя и снижающихся) инфляционных ожиданий, а также рисков ухудшения внешнеэкономической и политической конъюнктуры, например, в связи с событиями в Греции, Китае или Иране. ●