

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

31 июля 2015 г. Совет директоров Банка России в очередной раз принял решение снизить ключевую ставку на 0,5 п.п. до 11,0% годовых в связи со смещением баланса рисков в сторону охлаждения экономики. В июле 2015 г. прирост потребительских цен составил 0,8% (0,5% в июле 2014 г.), что выше аналогичного показателя июня 2015 г. на 0,6 п.п. В результате инфляция в июле 2015 г. по отношению к июлю 2014 г. достигла 15,6%. За 24 дня августа текущего года прирост ИПЦ составил 0,1%.

В июле темпы инфляции увеличились: прирост индекса потребительских цен (ИПЦ) по итогам месяца составил 0,8% (в июле 2014 г. – на 0,5%), что выше аналогичного показателя июня 2015 г. на 0,6 п.п. В результате инфляция в июле 2015 г. по отношению к июлю 2014 г. составила 15,6% (см. рис. 1). Базовая инфляция¹ в июле 2015 г. составила 0,4%, оказавшись ниже аналогичного показателя предшествующего года на 0,2 п.п.

В июле наблюдалась дефляция в секторе продовольственных товаров: цены на них снизились в среднем на 0,3% (в июне сокращение составило 0,4%). Лидерами снижения цен оказалась плодоовощная продукция (-5% в июне, -4,2% в июле) и яйца (-5,4% в июне, -3,7% в июле).

Июльский прирост цен в группе непродовольственных товаров составил 0,5% (0,3% в июне). Цены на автомобильный бензин выросли за июль на 2,5% (0,9% в июне) в связи с ростом его потребления в летние месяцы, а также увеличением в мае объемов экспортных поставок нефти за рубеж. Рост цен на табачные изделия в июле составил 2,9% (2,1% в июне).

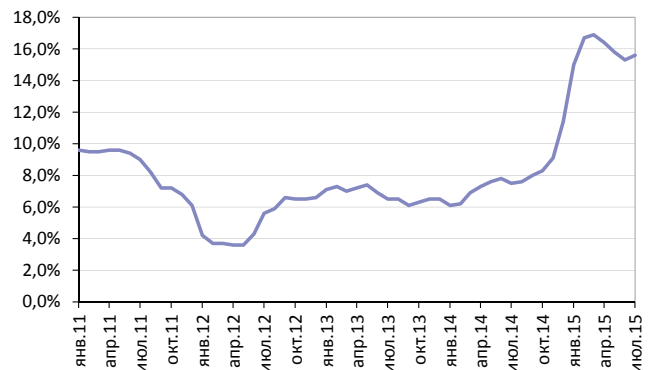
Цены и тарифы на платные услуги населению за июль выросли на 3% (1% в июне). Повышение тарифов на услуги естественных монополий привело к приросту индекса цен на жилищно-коммунальные услуги на 7,1%. Под влиянием сезонного фактора увеличились цены на услуги зарубежного туризма (+4,6%) и санаторно-оздоровительные услуги (+2,7%).

В целом в июле вклад в темп прироста инфляции, измеренный в процентах к соответствующему месяцу предыдущего года, продовольственных товаров составил 44,4%, непродовольственных товаров – 33,7%, цен и тарифов на платные услуги населению – 21,9%.

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.

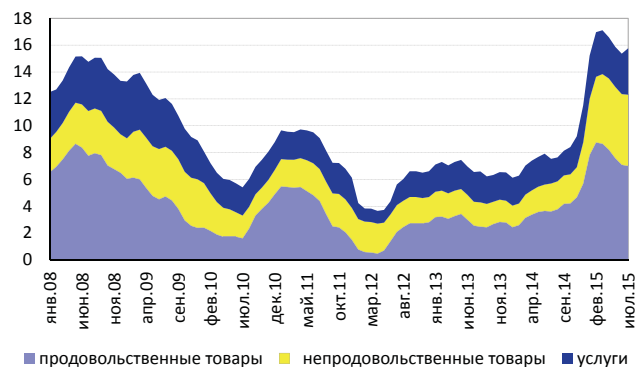
Отметим, что по данным опросов ООО «ИНФОМ» в июле 2015 г. инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев незначительно выросли. По данным июльского опроса оценка представлений о будущей инфляции составляет 12,2–12,8% против 12–12,5% в июне.

За первые 24 дня августа прирост ИПЦ составил 0,1% (0,2% в целом за август 2014 г.). Отметим, что понижающее давление на инфляцию в дальнейшем будет оказывать слабый внутренний спрос. Одним из основных факторов риска раскручивания нового витка инфляции является действие эффек-



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.

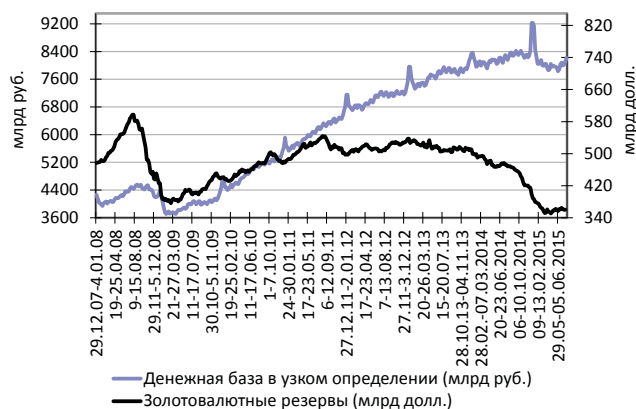
та переноса обесценения рубля, произошедшего в летние месяцы, в цены.

В июле 2015 г. денежная база в широком определении увеличилась на 1,02%, составив на начало августа 9805,7 млрд руб. В июле росли следующие компоненты широкой денежной базы: обязательные резервы (рост на 2,4% до 477,3 млрд руб.), депозиты банков увеличились на 9,7% до 321,7 млрд руб., объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций вырос на 1,03% до 7718,1 млрд руб. Средства на корсчетах банков в Банке России сократились на 1,5% до 1288,6 млрд руб.). Анализ динамики факторов формирования ликвидности в июле 2015 г. говорит о том, что основной вклад в увеличение широкой денежной базы внесли интервенции Банка России на валютном рынке (224,9 млрд руб.) и изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России (223,8 млрд руб.). Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в июле увеличилась на 1,02% и достигла 8013,7 млрд руб. (см. рис. 3).

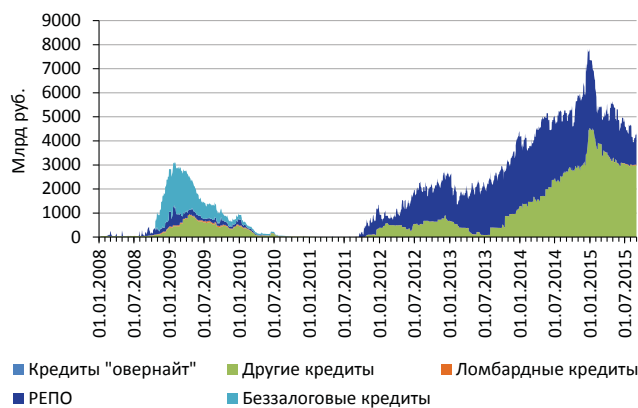
В июле среднечасовой объем резервов коммерческих банков увеличился по сравнению с июнем на 2,6% и составил 1525,7 млрд руб., а усредненная величина резервов в период с 10.07.2015 до 10.08.2015 составила 1048,4 млрд руб. (увеличение на 2,7% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.07.2015 – 10.08.2015 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в среднем составил 450,6 млрд руб. (снижение на 0,4% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 296,3 млрд руб., практически не изменившись по сравнению с предыдущим периодом, а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 154 млрд руб. (снижение на 1,1% по сравнению с предыдущим периодом).

По состоянию на 1 августа 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России, достигла 6,69 трлн руб., сократившись с начала июля на 3,4%. Задолженность банков по сделкам РЕПО уменьшилась на 10,6% и составила 1,7 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 3,0 трлн руб., сократившись на 2% (рис. 4). В августе данная тенденция продолжилась, задолженность банков

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

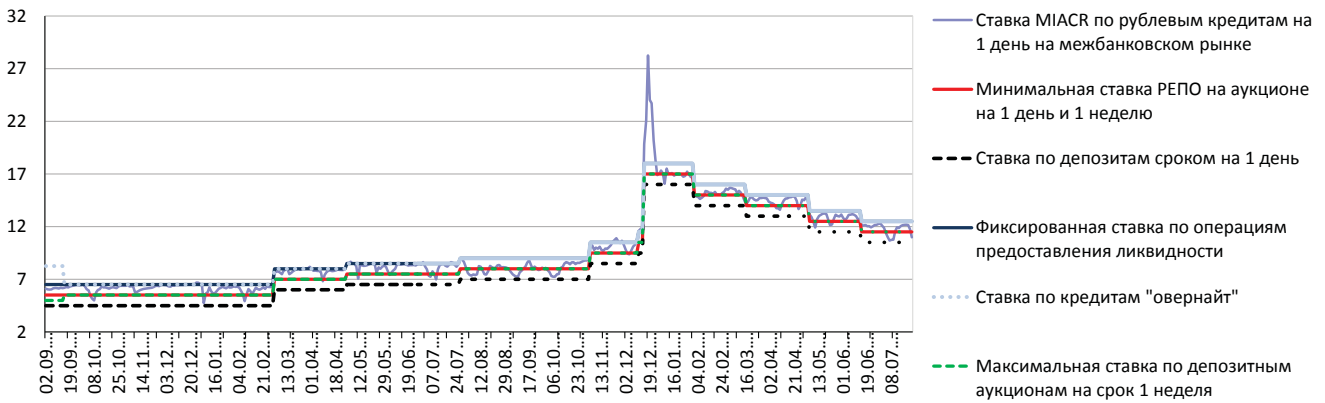


Источник: ЦБ РФ.
Рис. 4. Рублевая задолженность коммерческих банков (по основным инструментам) в Банке России в 2008–2015 гг.

по сделкам РЕПО уменьшилась на 23,3% и составила 1,3 трлн руб., задолженность по другим кредитам снизилась до 2,98 трлн руб.

В июле 2015 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях не пересекала верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне 11,5% (12,5% в июне 2015 г.). В августе средняя межбанковская ставка составила 10,9% (см. рис. 5). Напомним, что снижение средней ставки MIACR обусловлено принятым 31 июля Банком России решением о снижении ключевой ставки процента на 0,5 п.п. до 11% годовых.

В июле объем сделки «валютный своп» по предоставлению валютной ликвидности банковской системе составил 309,1 млн долл. США. Слабая востребованность данных операций банками обусловлена высоким уровнем процентных ставок (ставка по рублевой части сделки составляла с 16 июня – 10,5%, с 3 августа – 10% по валютной – 1,5%). В августе данная величина достигла 501,8 млн долл. США.



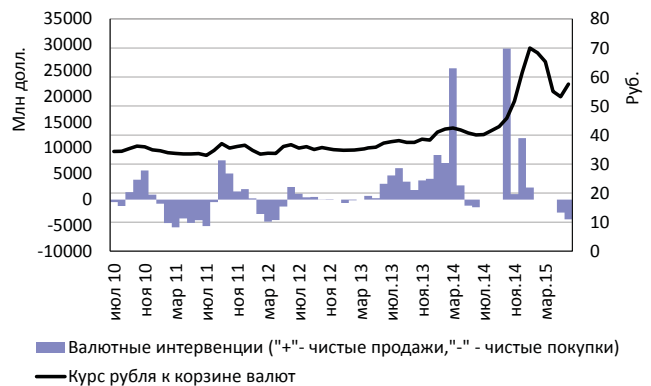
Источник: ЦБ РФ.

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

Объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО в июле составил 179,9 млн долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 1 неделя, 6,7 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 28 дней. В августе объем предоставленной иностранной валюты по валютному аукциону РЕПО оказался равным 0,3 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 1 неделя, 9,6 млрд долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 28 дней.

10 июля 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 442,0 млн долл. США на срок 28 дней по ставке 2,4367% годовых. В рамках аналогичного аукциона, проведенного 7 августа 2015 г. было предоставлено 443,0 млн долл. США на срок 28 дней по ставке 2,4415% годовых.

Величина валютных интервенций Банка России в июле 2015 г. составила 3,76 млрд долл., несущественно снизившись по сравнению с июнем 2015 г. Международные резервы ЦБ РФ снизились с 361,6 млрд долл. до 357,6 млрд долл. (на 1 августа 2015 г.) в результате курсовой переоценки. 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.



Источник: ЦБ РФ.

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

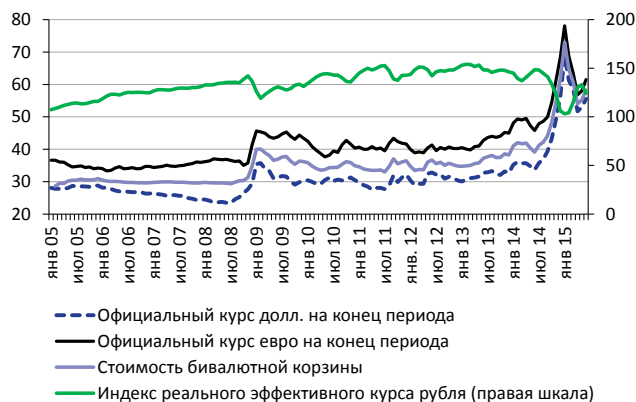
По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны во II кв. 2015 г. достиг 20 млрд долл., что на 8,3% меньше, чем за аналогичный период 2014 г. Чистый вывоз капитала банками во II кв. 2015 г. составил 14,1 млрд долл., прочими секторами – 18,4 млрд долл. Напомним, что в целом за 2-ое полугодие 2015 г. отток капитала составил 52,5 млрд руб., что на 24,4% ниже, чем за аналогичный период 2014 г.

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

Курс доллара к рублю в июле увеличился на 8,1% до 60,3 руб., а курс евро к рублю – на 5,8% (66,0 руб.). В июле курс евро к доллару в среднем составлял 1,1. Стоимость бивалютной корзины в

июле увеличилась на 7% до 62,9 руб. По итогам августа курс доллара к рублю вырос на 10,6% и достиг 66,7 руб., курс евро к рублю увеличился на 13,4% и составил 74,8 руб., в результате стоимость бивалютной корзины возросла на 11,9% до 70,4 руб. Следует отметить также, что после значительного весеннего укрепления рубль существенно ослабевал в продолжение летнего периода прежде всего в связи с падением цен на нефть и мерами ЦБ РФ, направленными на удорожание валютной ликвидности и поэтапное снижение ключевой ставки процента.

31 июля 2015 г. Совет директоров Банка России в очередной раз принял решение снизить ключевую ставку на 0,5 п.п. до 11,0% годовых в связи со смещением баланса рисков в сторону охлаждения экономики. Напомним, что это уже пятый этап смягчения монетарной политики после резкого увеличения ключевой ставки до 17% в декабре 2014 г. 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 во II кв. со-



Источник: ЦБ РФ.

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

кращение данного показателя составило 6,2% по отношению к аналогичному периоду предыдущего года. В этой связи смягчение денежно-кредитной политики представляется оправданным.