

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

В июле-августе произошло новое значительное ослабление курса российской валюты, что в существенной мере предопределило как ускорение инфляции, так и решение о сохранении ключевой процентной ставки на уровне 11% годовых, принятое на сентябрьском заседании Совета директоров ЦБ РФ. В августе темп прироста индекса потребительских цен (ИПЦ) продолжил рост и составил 0,4% (в августе 2014 г. 0,2%), впервые достигнув столь высоких значений по итогам августа с 2010 г., когда прирост ИПЦ был равным 0,6%. Ускорение темпа роста цен оказалось наиболее значительным в последнюю неделю августа, когда темп прироста ИПЦ составил 0,2%. За первые три недели сентября потребительские цены выросли еще на 0,5%.

Если в июле основной вклад в ускорение инфляции внесла индексация тарифов на жилищно-коммунальные услуги, то августовское и сентябрьское повышение цен в первую очередь обусловлено существенным ослаблением рубля до уровня начала года вследствие падения цен на нефть. Темп прироста ИПЦ в августе 2015 г. по отношению к аналогичному периоду 2014 г. составил 15,8%, увеличившись по сравнению с июлем на 0,2 п. п. (см. рис. 1).

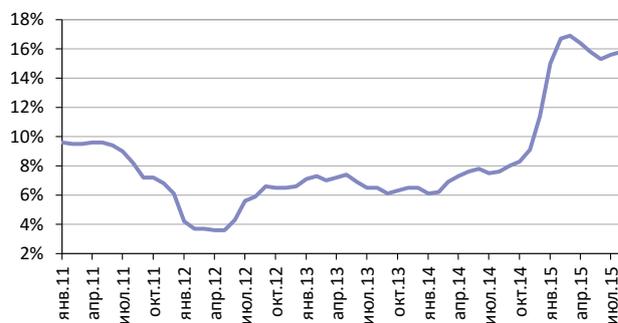
В августе базовый индекс потребительских цен составил 100,8%, оказавшись значительно выше ИПЦ. В первую очередь это связано с наличием сезонной компоненты, обеспечивавшей снижение цен на продовольственные товары в летние месяцы и исключаемой при расчете базового ИПЦ. Кроме того, эта ситуация объясняется различной чувствительностью стоимости потребительских корзин, входящих в состав ИПЦ и базового ИПЦ, к ослаблению национальной валюты. Увеличение цен на торгуемые товары, по которым в основном производится расчет базового ИПЦ, в результате обесценения рубля традиционно оказывается более значительным, чем на неторгуемые товары, составляющая значительную часть корзины для расчета ИПЦ.

В августе продолжилась дефляция в секторе продовольственных товаров: цены на них сократились в среднем на 0,7% (в июле -0,3%). Лидером сезонного снижения цен оказалась плодоовощная продукция, отрицательный темп прироста цен на которую составил 9,8% (в июле -4,2%). Августовский прирост цен в группе непродовольственных товаров составил 0,8% (в июле 0,5%). В связи с ослаблением рубля, начавшимся еще в мае и достигшим своего пика в августе 2015 г., заметно выросли темпы роста цен на электротовары и другие бытовые приборы (с 0,2% в июле до 1,0% в августе), одежду (с 0,3% до 0,8%), обувь (с 0,2% до 0,9%), трикотаж-

ные изделия (с 0,4% до 0,8%), а также медикаменты (с 0,3% в июле до 0,5% в августе).

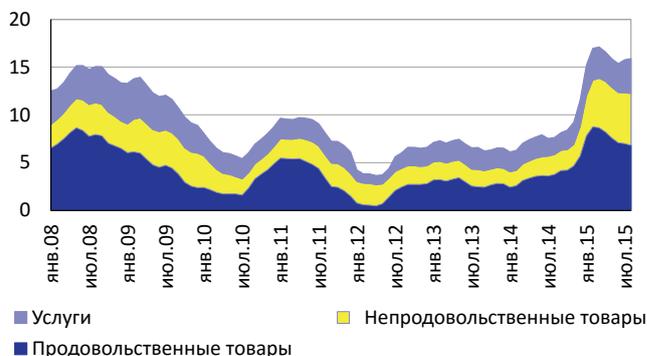
Цены и тарифы на платные услуги населению за август увеличились на 1,3%. Под воздействием курсовой динамики, а также сезонного фактора цены на услуги зарубежного туризма увеличились на 9,8% (в июле 4,6%) (см. рис. 2).

В сентябрьском докладе о денежно-кредитной политике Банка России отмечается, что, по данным опросов ООО «ИНФОМ», в августе повысились значения инфляции, ожидаемой населением через



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.

год: с 12,8–13,9% в июле до 13,7–14,8% в августе. На наш взгляд, учитывая масштабное ослабление национальной валюты в последние месяцы, велика вероятность превышения инфляцией отметки 13% по итогам 2015 г.

За первые три недели сентября прирост ИПЦ составил 0,5% (0,7% в целом за сентябрь 2014 г.). Сдерживающее влияние на инфляцию продолжают оказывать монетарные факторы. В августе темп прироста денежной базы составил 3,1% к августу 2014 г. Основной вклад в формирование относительно низких темпов роста денежной базы продолжает вносить снижение объемов ликвидности, предоставляемой Банком России коммерческим банкам, что обусловлено стабилизацией ситуации на денежном рынке и некоторым снижением спроса коммерческих банков на рублевые ресурсы ЦБ РФ.

В августе 2015 г. денежная база в широком определении практически не изменилась, составив на начало сентября 9837,2 млрд руб. В августе росли следующие компоненты широкой денежной базы: обязательные резервы (рост на 2,5% до 489,1 млрд руб.); объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций – на 0,5% до 7760,0 млрд руб.; средства на корсчетах банков в Банке России – на 0,7% до 1297,1 млрд руб. Депозиты банков сократились на 9,5% до 291,1 млрд руб. Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в августе увеличилась на 0,6% и достигла 8060,5 млрд руб. (см. рис. 3).

В августе средненежной объем резервов коммерческих банков увеличился по сравнению с июлем на 2,6% и составил 1557,7 млрд руб., а усредненная величина резервов в период с 10.08.2015 до 10.09.2015 составила 1068,6 млрд руб. (увеличение на 1,9% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.08.2015 – 10.09.2015 размер избыточных резервов коммерческих банков¹ в среднем составил 389,0 млрд руб. (снижение на 19,3% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 270,6 млрд руб., практически не изменившись по сравнению с предыдущим периодом, а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 118,5 млрд руб. (снижение на 23,2% по сравнению с предыдущим периодом).

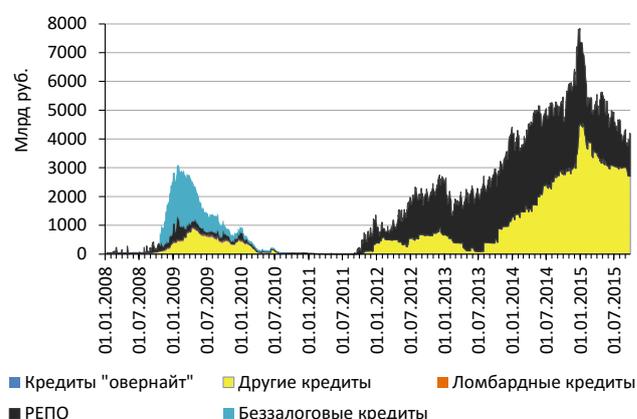
По состоянию на 1 сентября 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств,

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.

полученных кредитными организациями от Банка России, достигла 6,5 трлн руб., сократившись с начала августа на 2,5%. Задолженность банков по сделкам РЕПО уменьшилась на 23,3% и составила 1,2 трлн руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, практически не изменилась и составила 3,0 трлн руб. (рис. 4). В сентябре в связи с наступлением налогового периода и повышением спроса на рублевую ликвидность задолженность банков по сделкам РЕПО выросла на 13,4% и составила 1,5 трлн руб., задолженность по другим кредитам снизилась до 2,7 трлн руб.

В августе 2015 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях не превышала верхнюю границу процентного коридора и находилась в среднем на уровне 10,86% (в июле 2015 г. 11,5%). В сентябре средняя межбанковская ставка составила 11,1% (см. рис. 5). Напомним, что снижение средней ставки MIACR в августе обусловлено принятым 31 июля Банком России решением о сни-

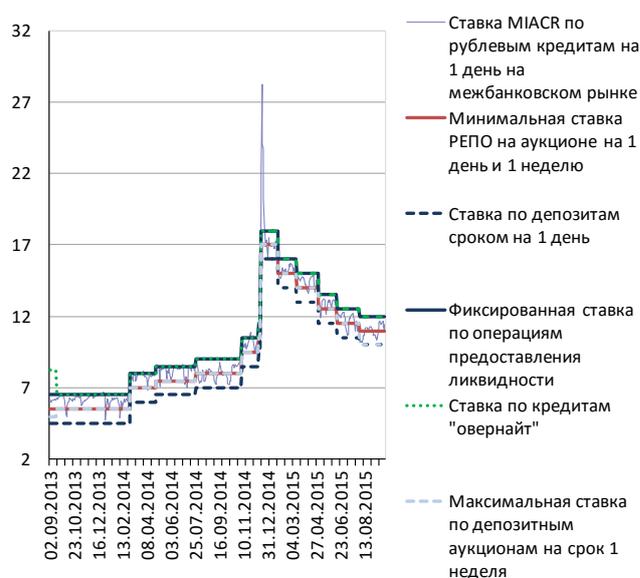
жении ключевой ставки процента на 0,5 п.п. до 11% годовых.

Валютная задолженность банков перед ЦБ РФ в августе текущего года практически не изменялась и составила на начало сентября 33 млрд долл. По данным на 29 сентября, задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО снизилась на 4,9% и составила 31,3 млрд долл., в том числе 26,0 млрд долл. – по операциям сроком 1 год и 5,4 млрд долл. – по операциям сроком 28 дней. В связи с приближением сроков выплат по годовым аукционам валютного РЕПО, а также выплат российских компаний по внешним займам регулятор заявляет о намерении в случае необходимости принять решение о рефинансировании текущей валютной задолженности банков перед ЦБ РФ и возобновить использование данного инструмента предоставления валютной ликвидности. Однако мы полагаем, что этот инструмент должен использоваться лишь при возникновении рисков финансовой нестабильности, а в целом курс рубля должен оставаться плавающим и тем самым позволяющим экономике лучше адаптироваться к изменению условий торговли.

7 августа 2015 г. 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 443,0 млн долл. США на срок 28 дней по ставке 2,44% годовых. В рамках аналогичного аукциона, проведенного 4 сентября 2015 г., было предоставлено 444,0 млн долл. США на срок 28 дней по ставке 2,45% годовых.

Напомним, что 29 июля текущего года ЦБ РФ объявил о прекращении покупок валюты для пополнения международных резервов. Это решение было принято для сокращения спроса на валюту на рынке, который значительно вырос из-за очередного падения цен на нефть. В результате в августе 2015 г. Банк России не проводил валютных интервенций, в то время как в июле величина покупки иностранной валюты регулятором составила 3,8 млрд долл. США. При этом за август международные резервы ЦБ РФ увеличились с 357,6 млрд долл. до 366,3 млрд долл. (на 1 сентября 2015 г.) преимущественно в связи с их валютной переоценкой.

Отметим, что в соответствии с опубликованным ЦБ РФ в сентябре докладом о денежно-кредитной политике речь о дальнейшем наращивании международных резервов идет лишь в рамках оптимистичного сценария (постепенный рост среднего уровня цены на нефть марки Urals до 70–



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. – августе 2015 г.

80 долл. США/барр. в 2018 г.). На наш взгляд, это фактически означает отказ Банка России от пополнения резервов, по крайней мере, до возобновления роста цен на нефть. Более того, в случае дальнейшего ухудшения ситуации на валютном рынке Банк России может расширить предоставление валюты в рамках операций РЕПО.

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-е полугодие 2015 г. отток капитала составил 52,5 млрд руб., что на 24,4% ниже, чем за аналогичный период 2014 г.

В августе рубль обесценился в реальном выражении. Реальный эффективный курс рубля к ино-

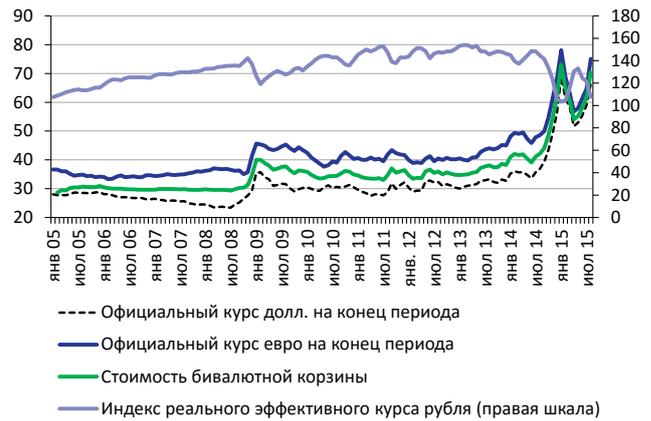
странным валютам снизился на 11,4% (-2,5% в июле 2015 г.). В целом за январь–август 2015 г. к январю–августу 2014 г. снижение реального эффективного курса составило 18,6%. (см. рис. 7).

В августе рубль обесценился по отношению к доллару на 10,6% с 60,3 руб. за долл. США до 66,7 руб. за долл. США, курс евро к рублю вырос на 13,4% до 74,8 руб. за евро, а стоимость бивалютной корзины увеличилась на 11,9% до 70,4 руб. В результате, превысив рекордные значения декабря 2014 г. (17 декабря – 67,8 руб. за долл., 25 августа – 70,7 руб. за долл.), рубль достиг уровня начала года. Ключевым фактором обесценения рубля стало падение цен на нефть (в среднем на 15,3% за август 2015 г.).

По нашим оценкам, основанным на данных на конец августа 2015 г., реальный эффективный курс рубля находится на уровне, близком к равновесному значению, обусловленному фундаментальными факторами (цены на нефть, темпы экономического роста, отток капитала и уровень государственных расходов). При этом из-за высокой инфляции в 2015 г., несмотря на августовскую девальвацию, реальный эффективный курс рубля на 1,3% превышает уровень декабря 2014 г. и примерно соответствует уровню начала 2005 г.

Значительное ослабление рубля по итогам августа привело к тому, что на заседании 11 сентября ЦБ РФ сохранил ключевую ставку процента на уровне 11% годовых. В условиях роста инфляционных ожиданий, девальвационных рисков, а также рисков ухудшения внешнеэкономической и политической конъюнктуры вполне вероятно, что в ближайшие месяцы дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики не произойдет.

Отметим, что в рамках «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной



Источник: ЦБ РФ.

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

политики на 2016–2018 гг.» решения об изменении ключевой ставки процента будут определяться конъюнктурой нефтяного рынка. В частности, если базовый (сохранение среднегодового уровня цены на нефть около 50 долл. США/барр. в течение 2016–2018 гг.) и оптимистичный (рост среднегодового уровня цены на нефть марки Urals до 70–80 долл. США/барр. в 2018 г.) сценарии предполагают смягчение монетарной политики по мере приближения инфляции к среднесрочной цели 4%, то в рамках стрессового сценария (существенное снижение цен на нефть) планируется реализация более жесткой денежно-кредитной политики, чем в базовом сценарии. Так как значительный рост цен на нефть в среднесрочной перспективе является маловероятным, сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики будет обеспечивать контроль инфляционных ожиданий и достижение целевого значения инфляции в 2017 г.