

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

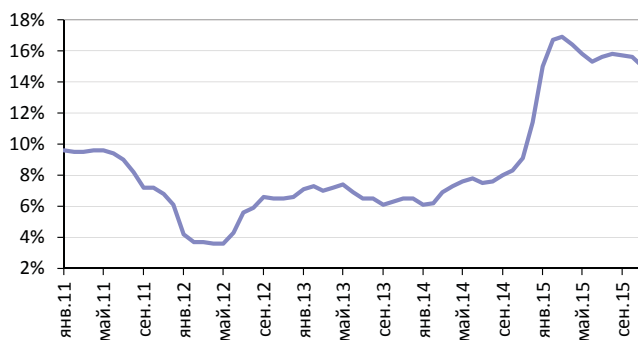
В декабре темп прирост индекса потребительских цен (ИПЦ) составил 0,8% (2,6% в декабре 2014 г.), при этом медианное значение ожидаемой инфляции за год в декабре увеличилось на 0,6 п.п. и составило на 11 декабря 2015 г. 16,4%. Банк России в очередной раз оставил ключевую ставку без изменения на уровне 11% годовых, отказавшись от дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Несмотря на новое снижение курса рубля, значительные выплаты по внешнему долгу и повышение ставок ФРС США спрос банков на валютное рефинансирование снижается. По всей видимости, у кредитных организаций пока достаточно валютных ресурсов, накопленных за предыдущий год.

Темп прироста индекса потребительских цен в декабре 2015 г. составил 0,8% (0,8% в ноябре 2015 г.), а по отношению к аналогичному периоду 2014 г. оказался равным 12,9%, снизившись по сравнению с ноябрем на 2,1 п. п. (см. рис. 1). В декабре базовая инфляция<sup>1</sup> составила 100,6%.

В декабре темп роста цен на продовольственные товары по сравнению с ноябрем не изменился и составил 101,2%. Лидерами подорожания оказалась плодоовощная продукция (+5,6% в ноябре, +6,6% в декабре), яйца (+5,5% в ноябре, +6,4% в декабре), что связано с сезонным фактором и ростом цен на корма. Наибольшим темпом прироста цен за предыдущие 12 месяцев характеризовалось подсолнечное масло (+37,2% декабрь 2015 г. к декабрю 2014 г.). Рост цен на подсолнечное масло обусловлен конъюнктурой мирового рынка масличных, а также снижением урожайности с одного гектара в связи жаркими погодными условиями в летний период в ряде регионов России.

Декабрьский прирост цен в группе непродовольственных товаров составил 0,4% (0,7% в ноябре). Несколько замедлились темпы роста цен на табачные изделия (с 1,9% в ноябре до 1,2% в декабре), телерадиотовары (с 1,1% в ноябре до 1,0% в декабре), одежду и белье (с 1,3% в ноябре до 0,7% в декабре), медикаменты (с 0,7% в ноябре до 0,2% в декабре), что свидетельствует о прохождении пика действия эффекта переноса валютного курса в цены для данной группы товаров.

Цены и тарифы на платные услуги населению за декабрь увеличились на 0,7% в то время как в ноябре они



Источник: Росстат.

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

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.

выросли на 0,2%. Наблюдалось повышение цен на услуги зарубежного туризма (+4,2%), услуги пассажирского транспорта (+1,9%), а также санаторно-оздоровительные услуги (+1,4%) (см. рис. 2).

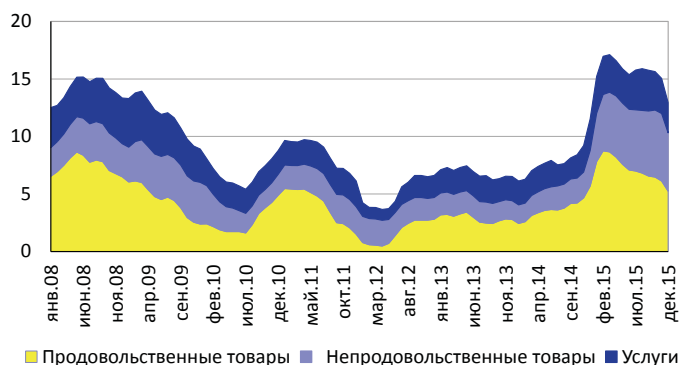
По данным опроса населения ООО «ИНФОМ», публикуемого Банком России ежемесячно, медианное значение ожидаемой инфляции на год в декабре увеличилось на 0,6 п.п. и составило 16,4%. На наш взгляд, учитывая масштабное ослабление национальной валюты в декабре 2015 г. – январе 2016 г., велика вероятность превышения инфляцией отметки 10% по итогам 2016 года.

За 25 дней января прирост ИПЦ составил 0,7% (3,9% в целом за ноябрь 2014 г.). Сдерживающее влияние на инфляцию продолжают оказывать монетарные факторы. Основной вклад в формирование относительно низких темпов роста денежной массы продолжает вносить слабый рост объемов банковского кредитования.

В декабре 2015 г. денежная база в широком определении под воздействием сезонного фактора увеличилась, составив на начало января 11043,8 млрд руб. В декабре росли все компоненты широкой денежной базы. Так, средства на корсчетах банков в Банке России (увеличение на 15,2% до 1594,0 млрд руб.), депозиты банков (увеличение на 33,5% до 557,8 млрд руб.). Обязательные резервы коммерческих банков, депонируемые на отдельных счетах, увеличились на 2,6% до 369,8 млрд руб. Объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций вырос на 10,3% и составил 8522,2 млрд руб. Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы на отдельных счетах) в декабре увеличилась на 10,12% и достигла 8745,9 млрд руб. (см. рис. 4).

В декабре среднедневной объем резервов коммерческих банков увеличился по сравнению с ноябрем на 2,3% и составил 1688,5 млрд руб., а усредненная величина резервов в период с 10.12.2015 до 10.01.2016 составила 1318,7 млрд руб. (увеличение на 2,2% по сравнению с предыдущим периодом). За период 10.12.2015 – 10.01.2016 размер избыточных резервов коммерческих банков<sup>1</sup> в среднем составил 672,0 млрд руб. (увеличение на 31% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 327,1 млрд руб., сократившись по сравнению с предыдущим периодом на 10,7%, а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 344,9 млрд руб. (увеличение в 2,4 раза по сравнению с предыдущим периодом).

По состоянию на 1 января 2016 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организация-



Источник: Росстат.

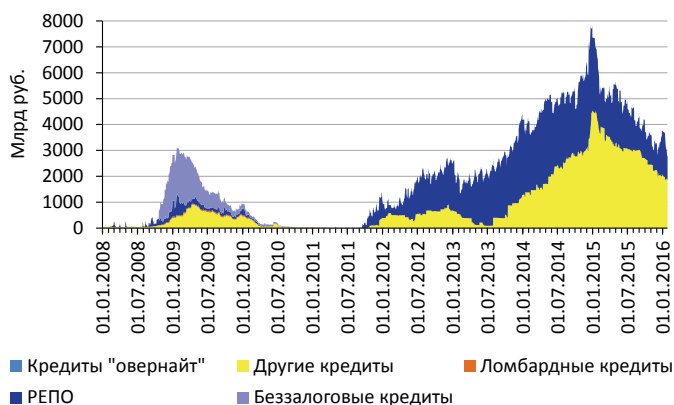
Рис. 2. Вклад основных компонент в ИПЦ в годовом выражении в 2008–2015 гг.

<sup>1</sup> 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.

ми от Банка России, достигла 5,4 трлн руб., увеличившись с начала декабря на 8,8%. Задолженность банков по сделкам РЕПО увеличилась на 64,1% и составила 1,7 трлн руб. При этом задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, снизилась на 8,8% и составила 2,0 трлн руб. (рис. 3). В январе задолженность банков по сделкам РЕПО сократилась на 30,1% до 1,2 трлн руб., а задолженность по другим кредитам снизилась на 4,7% и составила 1,9 трлн руб. Снижение спроса кредитных организаций на средства ЦБ РФ связано с ростом денежной базы по мере расходования средств Резервного фонда.

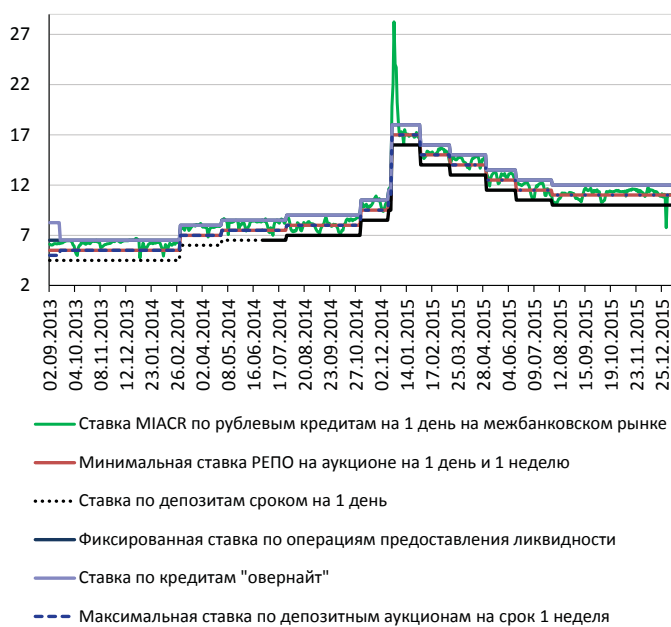
В декабре 2015 г. ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях не пересекала верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне 11,1% (11,4% в ноябре 2015 г.). В январе средняя межбанковская ставка составила 11,0% (см. рис. 4).

В декабре задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО снизилась 7,2% на и составила 24,9 млрд долл., в том числе 19,7 млрд долл. – по операциям сроком 1 год и 5,1 млрд долл. – по операциям сроком 28 дней. Напомним, что 27 ноября ЦБ РФ объявил о возобновлении проведения аукционов РЕПО в иностранной валюте на срок 12 месяцев с 14 декабря. При этом Банк России увеличил минимальную ставку процента по данному виду аукционов до LIBOR + 3 п.п. (ранее – LIBOR + 2,5 п.п.). Так 14 декабря на аукционе объем заключенных сделок годового РЕПО составил всего 201,3 млн долл. при ставке 4,067% годовых и лимите в 1 млрд долл. Отметим, что слабая востребованность этого аукциона обусловлена высокой стоимостью фондирования. Гораздо более привлекательным для коммерческих банков оказался валютный аукцион РЕПО сроком 28 дней, также проведенный 14 декабря. Кредитным организациям было предоставлено 2,9 млрд долл. по ставке 2,35% годовых. Подобная процентная политика ЦБ РФ будет способствовать изменению структуры валютной задолженности банковского сектора перед ЦБ РФ в пользу месячных аукционов РЕПО. Отметим, что по данным на 27 января размер задолженности банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО сократился еще на 2,1% до 24,4 млрд долл. за счет сни-



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 3. Рублевая задолженность коммерческих банков (по основным инструментам) в Банке России в 2008–2016 гг.



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 4. Коридор процентных ставок Банка России и динамика межбанковского рынка в 2012–2016 гг. (% годовых)

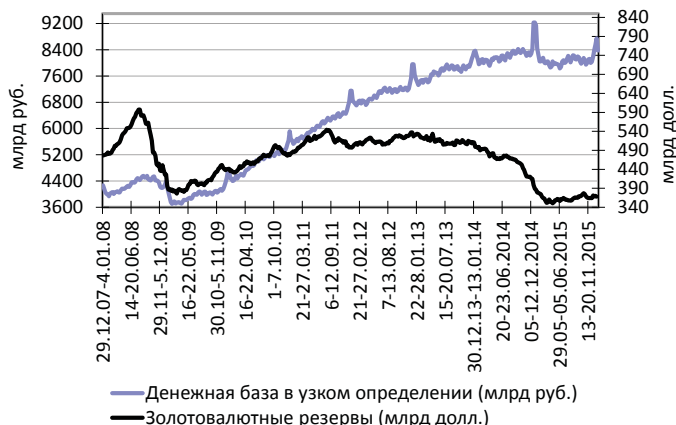
жения задолженности банковского сектора по сделкам валютного РЕ-ПО сроком 1 год до 19,2 млрд долл.

Таким образом, несмотря на новое снижение курса рубля, значительные выплаты по внешнему долгу в декабре (20,8 млрд долл. – выплаты основного долга, 2 млрд долл. – выплаты процентов в соответствии с графиком погашения внешнего долга) и повышение ставок ФРС США спрос банков на валютное рефинансирование снижается. По всей видимости, у кредитных организаций пока достаточно валютных ресурсов, накопленных за предыдущий год.

В августе–декабре 2015 г. Банк России не проводил валютных интервенций. При этом за декабрь международные резервы ЦБ РФ увеличились с 364,7 млрд долл. до 368,4 млрд долл. на 1 января 2015 г. (рис. 5). Отметим, что рост международных резервов в результате положительной переоценки валютно-го курса составил 3 млрд долл.

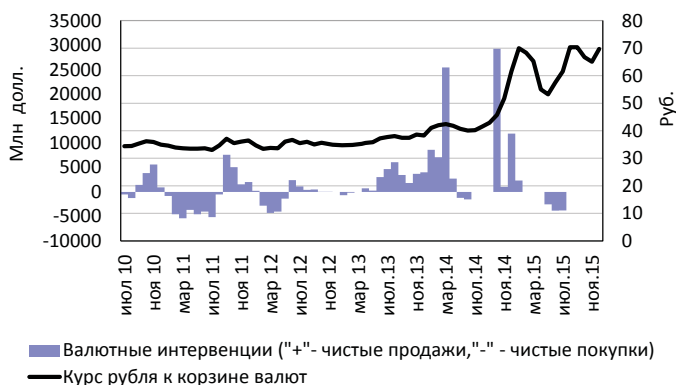
В декабре курс рубля снизился в реальном выражении. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам сократился на 5,8% (+0,7% в ноябре 2015 г.), превысив при этом уровень декабря 2014 г. на 1%, что соответствует уровню января 2005 г. В целом за IV кв. 2015 г. снижение реального эффективного курса составило 0,2%. (см. рис. 7).

В декабре рубль ослаб по отношению к доллару на 9,3% с 72,9 руб. за долл. США, курс евро к рублю вырос на 12,7% до 79,6 руб. за евро, а стоимость бивалютной корзины увеличилась на 10,9% до 75,9 руб. Декабрьское ослабление рубля преимущественно связано с ухудшением ситуации на рынке нефти, ужесточением денежно-кредитной политики ФРС США. Обесценение рубля в январе на 8,3% по отношению к доллару США до 79 руб. за долл. США по данным на 28 января обусловлено продолжающимся снижением цен на нефть.



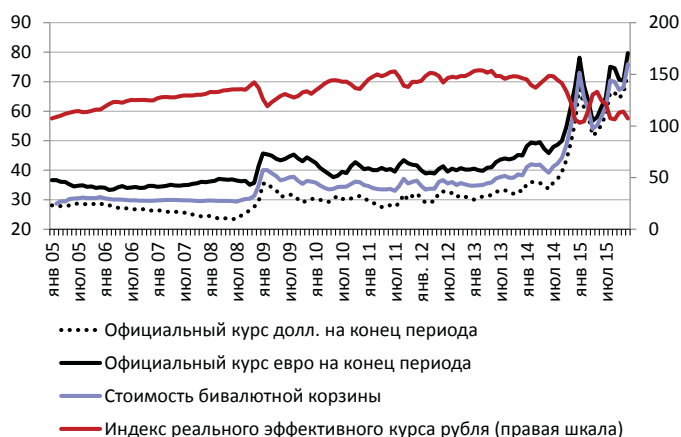
Источник: ЦБ РФ.

Рис. 5. Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных (международных) резервов РФ в 2007–2016 гг.



Источник: ЦБ РФ.

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



Источник: ЦБ РФ.

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

11 декабря 2015 г. Банк России в очередной раз оставил ключевую ставку без изменений на уровне 11% годовых, отказавшись от дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Сохранение ключевой ставки на неизменном уровне после ее поэтапного снижения вплоть до августа 2015 г. представляется оправданным в текущих условиях медленного снижения инфляции и роста рисков для финансовой стабильности. ●