

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

*В июле 2013 г. индекс потребительских цен составил 0,8% (1,2% в июле 2012 г.), что на 0,4 п.п. выше, чем в июне текущего года. По итогам 26 дней августа ИПЦ достиг 0,1%. В результате инфляция в годовом выражении превысила 5,6%. Во II квартале 2013 г., по предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны достиг 10 млрд долл. США, в целом за I полугодие он составил 38,4 млрд долл., что на 1,7 млрд долл. ниже, чем за I полугодие 2012 г.*

В июле инфляция в РФ ускорилась: индекс потребительских цен по итогам месяца составил 0,8% (в июне 2013 г. 0,4%), оказавшись ниже аналогичного показателя 2012 г. (1,2%). В результате инфляция в годовом выражении достигла 5,6% (см. рис. 1). Базовая инфляция<sup>1</sup> в июле 2013 г. составила 0,3%, что ниже аналогичного показателя прошлого года на 0,2 п.п.

Цены на продовольственные товары в июле не изменились (0,5% в июне). Причинами этого стали снижение цен на плодоовощную продукцию относительно июня текущего года (-3%) и замедление темпа прироста цен на сахар и песок (с 1,0% в июне до 0,1%), хлеб и хлебобулочные изделия (с 0,5% в июне до 0,3%), алкогольные напитки (с 0,8% в июне до 0,5% в июле). При этом увеличились темпы прироста цен на сливочное масло (с 0,7% в июне до 1,1% в июле), молоко и молочную продукцию (с 0,2% в июне до 0,8% в июле).

Темп прироста цен и тарифов на платные услуги населению в июле составил 3,1%, оказавшись значительно выше аналогичного показателя июня (0,6%), что во много связано с индексацией в начале месяца тарифов на жилищно-коммунальные услуги на 7%. Наиболее существенно возросла плата за газоснабжение (12,6%) и электроснабжение (11,2%). Продолжили дорожать услуги пассажирского транспорта, цены на которые увеличились на 2,2%, а также санитарно-оздоровительные услуги и услуги зарубежного туризма, цены на которые выросли на 4,1% и 3,1% соответственно. Увеличились цены на бытовые услуги (+0,4%), услуги страхования (+0,4%) и медицинские услуги (+0,6%).

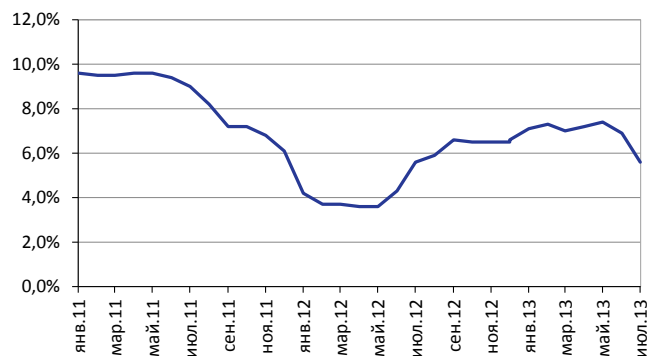
В июле темп прироста цен на непродовольственные товары по сравнению с июнем текущего года снизился, составив по итогам месяца 0,1% (+0,2%

в июне). В этой товарной группе в большей степени подорожали табачные изделия (+1,2%) (+1,6% в июне 2013 г.), медикаменты (+0,5%) (+0,6% в июне 2013 г.), автомобильный бензин 0,1% (-0,2% в июне 2013 г.). Среди непродовольственных товаров в июле продолжали дешеветь телерадиотовары (-0,1%).

По итогам 26 дней августа ИПЦ составил 0,1%. В результате накопленная с начала года инфляция достигла 4,5%, (4,7% за аналогичный период 2012 г.). Инфляция в годовом выражении на 26 августа превысила 5,6%.

В дальнейшем повышательное давление на цены может оказывать ожидаемое снижение урожая в связи со сложными погодными условиями в некоторых регионах (засухой в ряде регионов юга России и дождливой погодой в среднем Поволжье и Сибири), а также ослабление российского рубля. Сдерживающими инфляцию факторами станут снижение внутреннего спроса, которое отмечается уже на протяжении целого года, и продолжающееся замедление темпов роста денежного предложения (темп прироста денежного агрегата М2 в годовом исчислении замедлился с 19,1% на 1 июля 2012 г. до 15,5% на 1 июля 2013 г.).

В июле 2013 г. денежная база в широком определении уменьшилась на 2,2% до 8862 млрд руб.



Источник: Росстат.

Рис. 1. Темп прироста ИПЦ в 2011–2013 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, который также рассчитывается Росстатом РФ.

(см. рис. 2). Среди снижавшихся компонент широкой денежной базы можно выделить корсчета банков (-18,5% до 817,4 млрд руб.), депозиты банков (-12,4% до 125,7 млрд руб.), объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (-0,1% до 7411,5 млрд руб.). Обязательные резервы выросли на 2,0% до 507,5 млрд руб.

Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в июле практически не изменилась и составила 7919 млрд руб. (см. рис. 3).

В июле объем избыточных резервов коммерческих банков<sup>1</sup> снизился на 17,7% до 943,1 млрд руб., при этом задолженность банков по сделкам РЕПО выросла на 14,8% и превысила 2,3 трлн руб. По данным на 30 августа задолженность банков по сделкам РЕПО также составила 2,3 трлн руб. Ставка процента на межбанковском рынке<sup>2</sup> в июле в среднем была на уровне 6,08% (6,3% в июне 2013 г.). С 1 по 29 августа данная ставка составила в среднем 6,11%.

На 1 августа 2013 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 512,8 млрд долл., уменьшившись с начала года на 4,6% (рис. 3). Сокращение международных резервов в июле было связано с продажей ЦБ валюты на внутреннем рынке. При этом величина резервов в виде монетарного золота в июле выросла на 4082 млн долл. вследствие положительной переоценки активов. В то же время отметим, что в целом сокращение российских международных резервов в долларовом выражении в I полугодии 2013 г. было связано преимущественно с укреплением доллара США по отношению к евро, а также частично с валютными интервенциями ЦБ РФ.

Валютные интервенции Банка России по итогам июля составили 4182,5 млн долл. и 376,5 млн евро и были направлены на сглаживание волатильности обменного курса рубля в периоды его быстрого ослабления (см. рис. 4). Июльский объем продаж валюты стал максимальным с октября 2011 г. За месяц регулятор трижды сдвигал границы валютного коридора на 5 коп. По состоянию на 31 июля границы коридора стоимости бивалютной корзины находились на уровне 31,85–38,85 руб. Неоднократное повышение границ бивалютного коридора на 5 коп. в августе вывело их на уровень 32,15–39,15 руб.

По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны во II квартале 2013 г.

1 Под избыточными резервами коммерческих банков в ЦБ РФ понимается сумма корреспондентских счетов коммерческих банков, их депозитов в ЦБ РФ, а также облигаций ЦБ РФ у коммерческих банков.

2 Межбанковская ставка – среднемесячная ставка MIACR по 1-дневным межбанковским кредитам в рублях.

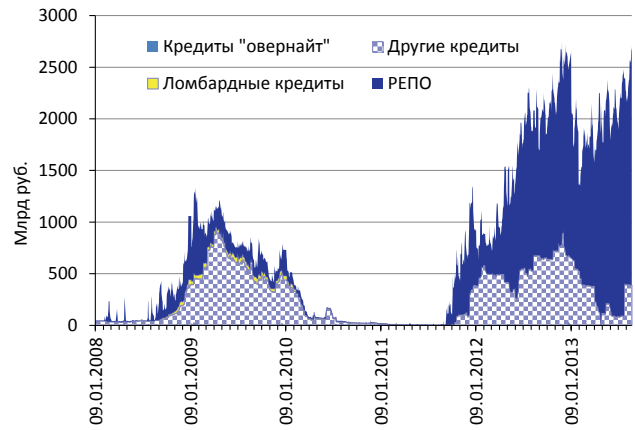


Рис. 2. Задолженность коммерческих банков в Банке России в 2008–2013 гг.



Рис. 3. Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных (международных) резервов РФ в 2007–2013 гг.



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора.

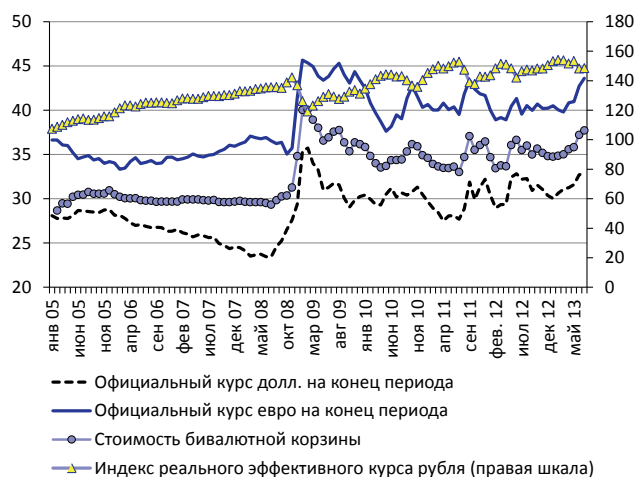
Рис. 4. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в марте 2010 г. – июле 2013 г.

достиг 10 млрд долл. США, а в целом за I полугодие составил 38,4 млрд долл., что на 1,7 млрд долл. меньше, чем за I полугодие 2012 г. За период с января по июнь 2013 г. чистый вывоз капитала банками составил 19,4 млрд долл., прочими секторами – 18,9 млрд долл.

В июле реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам вырос на 0,1% (-3,3% в июне 2013 г.) (см. рис. 5). По итогам второго квартала реальный эффективный курс рубля снизился на 1,7%.

Курс доллара к рублю в июле вырос на 0,1% до 32,9 руб., что было обусловлено оттоком капитала с развивающихся рынков в результате сохранения неопределенности относительно прекращения программы количественного смягчения ФРС. Рост курса евро в июле составил 1,9% (43,6 руб.), что было связано с ожиданиями публикации оптимистичных статистических данных по экономике еврозоны. В июле в среднем курс евро к доллару составлял 1,31. Стоимость бивалютной корзины в июле выросла на 1,02% до 37,7 руб. По итогам августа курс доллара увеличился на 0,65% и достиг 33,2 руб., курс евро вырос на 0,5% и составил 44,0 руб., в результате стоимость бивалютной корзины возросла на 0,6% до 38,1 руб. В среднем курс евро к доллару за август составил 1,33.

12 июля на очередном заседании совета директоров Банка России основные процентные ставки ЦБ РФ были оставлены без изменения. В то же время Банк России объявил о появлении нового инструмента рефинансирования банковской системы – аукционов по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами, на срок 12 месяцев. При этом, по словам руководства ЦБ РФ, появление нового инструмента направлено не на рост объемов рефинансирования, а на его перераспределение в пользу более долгосрочных инструментов. Таким образом, лимиты по однодневным аукционам прямого РЕПО могут быть сокращены на сопоставимую величину. Минимальная процентная ставка по новому инструменту рефинансирования составит 5,75% годовых, то есть она будет лишь на 0,25 п.п. превышать



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора.

Рис. 5. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 г. – июле 2013 г.

минимальную ставку по аукционам прямого РЕПО на срок 1 день. Кроме того, ЦБ РФ пообещал оперативно производить оценку залогов. Отметим, что 29 июля был проведен первый аукцион по рефинансированию банков под залог нерыночных активов, лимит которого составил 500 млрд рублей. Объем заключенных сделок превысил 306,8 млрд руб.

Отметим, что в целом привлекательность нового инструмента для банков во многом будет определяться процедурами оценки залогов и дисконтами по ним. В целом, действительно, возможно изменение структуры рефинансирования в пользу долгосрочных инструментов, однако мы полагаем, что в текущей макроэкономической ситуации при сохранении высокой занятости и инфляции смягчение денежно-кредитной политики не приведет к значительным позитивным изменениям. Более того, формирование «длинных» денег в экономике является задачей не центрального банка, а финансовой системы в целом. Наиболее эффективными способами стимулирования экономической активности будет снижение инфляционных рисков, развитие институциональной среды и повышение глубины финансового сектора. ●