

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

А.Божечкова

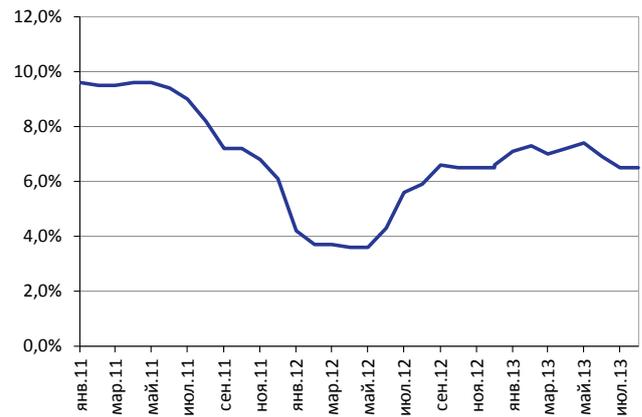
В августе 2013 г. индекс потребительских цен составил 0,1% (так же как и в августе 2012 г.), что на 0,7 п.п. ниже, чем в июле текущего года. В результате инфляция в годовом выражении по итогам 8 месяцев превысила 6,5%. По итогам первых 23 дней сентября ИПЦ равнялся 0,2%. Во II квартале 2013 г., по предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны достиг 10 млрд долл., 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 августе инфляция в РФ замедлилась: индекс потребительских цен по итогам месяца составил 0,1% (в июле 2013 г. 0,8%), оказавшись равным аналогичному показателю 2012 г. В результате инфляция в годовом выражении достигла 6,5% (см. рис. 1). Базовая инфляция<sup>1</sup> в августе 2013 г. составила 0,5%, что ниже аналогичного показателя прошлого года на 0,1 п.п.

Цены на продовольственные товары в августе снизились на 0,7% (см. рис. 2), в основном в результате снижения цен на плодоовощную продукцию относительно июля текущего года (с -0,3% в июле до -11,3%). При этом увеличились темпы прироста цен на яйца (с -1,1% в июле до 7,4%), сахар и песок (с 0,1% в июле до 4,4%), сливочное масло (с 1,1% в июле до 2,6% в августе), молоко и молочную продукцию (с 0,8% в июле до 1,2% в августе), рыбу и морепродукты (с 0,4% в июле до 0,7% в августе). Темпы прироста цен на хлеб и хлебобулочные изделия, алкогольные напитки в августе остались неизменными по сравнению с июлем и составили 0,3% и 0,5% соответственно.

Темп прироста цен и тарифов на платные услуги населению в августе составил 0,9%, оказавшись ниже аналогичного показателя июля (3,1%). Перед началом нового учебного года наиболее существенно возросла плата за услуги в системе образования (+2,0%). Темп прироста тарифов на жилищно-коммунальные услуги в августе составил 1,3%. Продолжили дорожать услуги зарубежного туризма, цены на которые выросли на 2,6%. Увеличились цены на медицинские услуги (+0,4%), физкультуру и спорт (+0,4%), бытовые услуги (+0,3%).

В августе темп прироста цен на непродовольственные товары по сравнению с июлем текущего года увеличился, составив по итогам месяца 0,5%



Источник: Росстат.

Рис. 1. Темп прироста ИПЦ в 2011–2013 гг. (% за год)

(+0,1% в июле). В этой товарной группе в большей степени подорожали автомобильный бензин 3,1% (0,1% в июле 2013 г.), табачные изделия (+2,0%) (+1,2% в июле), медикаменты (+0,5%) (+0,5% в июле), телерадиотовары (+0,3%) (-0,1% в июле), одежда и белье 0,3% (0,1% в июле), обувь 0,3% (цены в июле на эту товарную группу не росли).

В сентябре инфляция продолжила замедляться, как вследствие удешевления плодоовощной продукции, так и в результате замедления экономической активности. По итогам 23 дней сентября ИПЦ составил 0,2% по сравнению с 0,5% за аналогичный период 2012 г. В результате накопленная с начала года инфляция достигла 4,7%, (5,1% за аналогичный период 2012 г.). В целом текущие инфляционные тренды позволяют рассчитывать на то, что при отсутствии новых ценовых шоков ИПЦ по итогам года составит около 6%.

При этом в дальнейшем повышательное давление на цены может оказать 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 факто-

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.

рами станут снижение внутреннего спроса, которое отмечается уже на протяжении целого года, и продолжающееся замедление темпов роста денежного предложения (темпы прироста денежного агрегата М2 в годовом исчислении замедлился с 18,0% на 1 августа 2012 г. до 17,0% на 1 августа 2013 г.).

В августе 2013 г. денежная база в широком определении увеличилась на 0,4% до 8896,2 млрд руб. (см. рис. 3). Среди увеличившихся компонент широкой денежной базы можно выделить депозиты банков (рост на 4,9% до 131,8 млрд руб.), корсчета банков (0,3% до 820,1 млрд руб.), объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (0,4% до 7442,8 млрд руб.). Обязательные резервы снизились на 1,2% до 501,6 млрд руб.

Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) в августе увеличилась на 0,3% и составила 7944,4 млрд руб. (см. рис. 4).

В августе объем избыточных резервов коммерческих банков<sup>1</sup> возрос на 0,9% до 951,9 млрд руб., при этом задолженность банков по сделкам РЕПО увеличилась на 16,1% и превысила 2,3 трлн руб. По данным на 23 сентября задолженность банков по сделкам РЕПО превышала 2,4 трлн руб. В ситуации продолжающегося структурного дефицита ликвидности банковского сектора ставка процента на межбанковском рынке<sup>2</sup> в августе в среднем была на уровне 6,11% (6,08% в июле 2013 г.), превысив аналогичный показатель января текущего года на 12,8% (5,4% в январе 2013 г.). С 1 по 23 сентября данная ставка составила в среднем 6,18%, приблизившись к границе процентного коридора (см. рис. 5).

На 1 сентября 2013 г. объем международных резервов ЦБ РФ составлял 509,7 млрд долл., уменьшившись с начала года на 5,2% (рис. 4). Сокращение международных резервов в августе было связано с продажей ЦБ РФ валюты на внутреннем рынке. При этом величина резервов в виде монетарного золота в августе выросла на 2,8 млрд 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 от-

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.

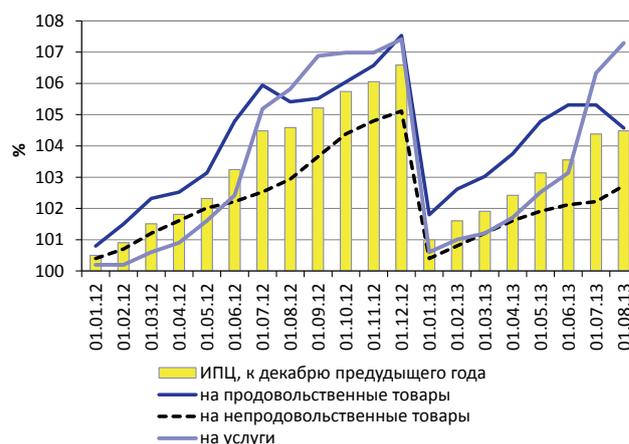


Рис. 2. Темпы прироста индексов цен в 2012–2013 гг. (% к декабрю предыдущего года)

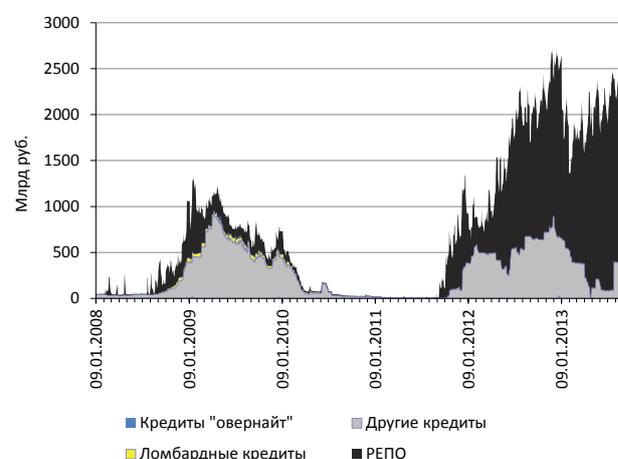


Рис. 3. Задолженность коммерческих банков в Банке России в 2008–2013 гг.

ношению к евро и лишь частично – с валютными интервенциями ЦБ РФ.

Валютные интервенции Банка России по итогам июля составили 5455,9 млн долл. и 475,6 млн евро и были направлены на сглаживание волатильности обменного курса рубля в периоды его быстрого ослабления (см. рис. 6). Августовский объем продаж валюты стал максимальным с сентября 2011 г. За месяц регулятор неоднократно сдвигал границы валютного коридора на 5 коп. По состоянию на 31 августа границы коридора стоимости бивалютной корзины находились на уровне 32,15–39,15 руб. В сентябре повышение границ бивалютного коридора на 5 коп. происходило дважды, что вывело их на уровень 32,25–39,25 руб.

По предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны во II квартале 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 ян-

варя по июнь 2013 г. чистый вывоз капитала банками составил 19,4 млрд долл., прочими секторами – 18,9 млрд долл.

В августе реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 1,8% (в июле 2013 г. оставался неизменным) (см. рис. 7). По итогам второго квартала реальный эффективный курс рубля снизился на 1,7%.

Курс доллара к рублю в августе вырос на 0,64% до 33,2 руб., что было обусловлено ухудшением торгового баланса российской экономики из-за снижения мировых цен на некоторые виды металлов, минеральные удобрения, а также оттоком капитала с развивающихся рынков в результате сохранения неопределенности относительно прекращения программы количественного смягчения ФРС. Рост курса евро в августе составил 0,54% (44,0 руб.). В августе курс евро к доллару в среднем составлял 1,33. Стоимость бивалютной корзины в августе выросла на 0,59% до 38,1 руб. По итогам 21 дня сентября курс доллара снизился на 4,6% и достиг 31,7 руб., курс евро уменьшился на 2,3% и составил 43,0 руб., в результате стоимость бивалютной корзины упала на 3,4% до 36,8 руб. Сентябрьское укрепление рубля обусловлено наступлением нового налогового периода, реакцией участников валютного рынка на объявление Минфина России о возможном отказе от покупки иностранной валюты для суверенных фондов на открытом рынке, а также снижением опасений инвесторов относительно скорого начала сворачивания программы количественного смягчения ФРС США. В среднем курс евро к доллару в сентябре составил 1,33.

13 сентября на очередном заседании совета директоров Банка России было принято решение о реализации комплекса мер по совершенствованию системы инструментов денежно-кредитной политики. Банк России объявил о снижении процентной ставки по кредитам «овернайт» и по кредитам, обеспеченным нерыночными активами или поручительствами, на срок 1 день до уровня 6,50% годовых и повышении максимальной процентной ставки по депозитным операциям на аукционной основе на срок 1 неделя до уровня 5,50% годовых, сохранив без изменения уровень ставок по другим операциям Банка России и ставки рефинансирования. Система инструментов процентной политики была дополнена аукционом по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, по плавающей процентной ставке на срок 3 месяца.

Банк России принял решение о введении ключевой процентной ставки путем унификации процентных ставок по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на



Рис. 4. Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных (международных) резервов РФ в 2007–2013 гг.



Рис. 5. Коридор процентных ставок Банка России и динамика межбанковского рынка в 2012–2013 гг. (% годовых)



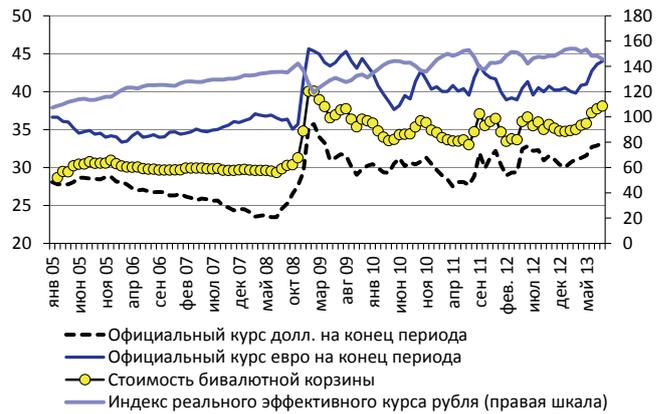
Источник: ЦБ РФ, расчеты автора.

Рис. 6. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в марте 2010 г. – августе 2013 г.

срок 1 неделя (5,50% годовых на 13 сентября 2013 г.). Выбор ключевой ставки представляется весьма правомерным в связи с тем, что основным источником привлечения ликвидности кредитными организациями со стороны ЦБ РФ являются аукционы сроком 1 неделя (в среднем за II кв. 2013 г. – 1,4 трлн руб.), в то время как задолженность по однодневным аукционам (в среднем за II кв. 2013 г. – 317,2 млрд руб.) и аукционам на длительные сроки (3, 12 месяцев) существенно ниже. Регулятор намерен использовать ключевую ставку в качестве основного индикатора направленности денежно-кредитной политики. Отметим, что недельная ставка РЕПО будет являться ключевой в течение переходного периода. С 1 января 2016 г. ставка рефинансирования, играющая в настоящее время второстепенную роль, будет скорректирована до уровня ключевой ставки. Ставки по операциям Банка России постоянного действия по абсорбированию и предоставлению ликвидности на срок 1 день образуют, соответственно, нижнюю (4,5% годовых на 13 сентября 2013 года) и верхнюю (6,5% годовых на 13 сентября 2013 года) границы процентного коридора, симметричные относительно ключевой ставки (см. рис. 5).

Среди нововведений Банка России весьма важным является установление целевого уровня инфляции в виде точки, а не диапазона значений, что позволит передавать четкий сигнал экономическим агентам о целевых приоритетах ЦБ РФ. Целевое значение изменения потребительских цен составит 4,5% в 2014 и 2015 гг. и 4% в 2016 г. Однако установлены пределы допустимых отклонений инфляции от цели вверх и вниз на 1,5 п.п., вызванных воздействием непредвиденных факторов. На наш взгляд, с учетом текущих тенденций в экономике России, решения Правительства РФ о «замораживании» тарифов естественных монополий на 2014 г., а также усовершенствования процентной политики достижение данных значений инфляции вполне возможно, но во многом выполнение цели по инфляции будет зависеть от ситуации в мировой экономике.

В проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов», опубликованном 13 сентября, Банк России также объявил о намерениях продолжить повышать гибкость курсообразования. К 2015 г. регулятор планирует завершить переход к режиму плавающего валютного курса путем сокращения объемов интервенций, направленных на сглаживание колебаний обменного курса рубля, а также увеличения чувствительности границ операционного интервала к объему совершенных ЦБ интервенций, создавая необходимость развития системы управления курсовым риском экономическими



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора.

Рис. 7. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 г. – августе 2013 г.

агентами. В текущем году Банк России уже значительно продвинулся в данном направлении, неоднократно расширяя границы колебаний обменного курса рубля.

В Проекте указано, что Банк России продолжит реализацию мер по совершенствованию системы инструментов денежно-кредитной политики с целью усиления действенности процентного канала трансмиссионного механизма. Операционной целью денежно-кредитной политики будет поддержание однодневных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России. Регулятор подчеркивает, что межбанковское кредитование будет играть основную роль в перераспределении ликвидности между участниками рынка. В то же время отметим, что рынок межбанковского кредитования в РФ является высокосегментированным, и в случае финансовой нестабильности именно Банку России придется играть основную роль в качестве источника ликвидности.

С целью смягчения проблемы дефицита ликвидности отдельных кредитных организаций Банк России продолжит проведение операций на аукционной основе с использованием не только ценных бумаг, но и прочих видов активов, включая нерыночные. Также в качестве инструмента регулирования ликвидности Банком России может использоваться покупка и продажа активов.

Одним из важнейших направлений совершенствования системы инструментов денежно-кредитной политики Банка России является унификация процентных ставок по операциям на одинаковые сроки, а также переход к проведению единого аукциона по операциям рефинансирования на аналогичные сроки.

Планируемое увеличение коэффициента усреднения обязательных резервов рассматривается ре-

гулятором как одна из мер, направленных на улучшение возможностей кредитных организаций по эффективному управлению ликвидными средствами, что создаст условия для снижения волатильности процентных ставок на межбанковском рынке.

Регулятор планирует проводить активную информационную политику, включая разъяснение экономическим агентам целей деятельности Банка России и содержания принимаемых им мер. Подобная подотчетность ЦБ РФ будет способствовать повышению доверия к проводимой денежно-кредитной политике и позволит оказывать влияние на формирование ожиданий экономических агентов.

Отметим, что в целом модификация системы инструментов денежно-кредитной политики будет способствовать улучшению функционирования денежного рынка, повышению управляемости процентных ставок, снижению инфляционных рисков. Однако формирование «длинных» денег в экономике является задачей не центрального банка, а финансовой системы в целом. В связи с этим весьма актуальными для российской экономики продолжают оставаться проблемы повышения глубины финансового сектора, развития институциональной среды. ●