

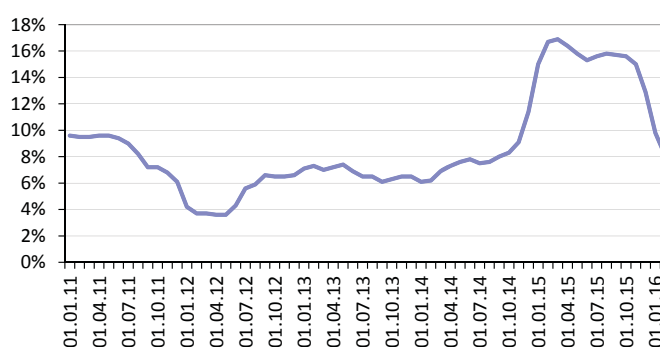
ИНФЛЯЦИЯ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК¹

А.Божечкова, П.Трунин

За март 2015 г. – февраль 2016 г. темп прироста цен замедлился до 8,1%, тогда как за февраль 2015 г. – январь 2016 г. этот показатель достигал 9,8%. По данным опроса населения, публикуемого Банком России, в феврале медианное значение ожидаемой инфляции на год также уменьшилось на 1,0 п.п. и составило 15,7%. По итогам 2014–2015 гг. номинальный эффективный курс российской валюты снизился значительно сильнее, чем валюты других стран-экспортеров сырья, несмотря на сопоставимое ухудшение условий торговли.

Резкое ослабление курса рубля в конце 2015 г. – начале 2016 г. породило опасения по поводу возможности очередного ускорения инфляции в текущем году. Однако пока темпы роста потребительских цен продолжают снижаться. Темп прироста индекса потребительских цен в феврале 2016 г. по сравнению с предыдущим месяцем составил 0,6% (2,2% в феврале 2015 г.), а за март 2015 г. – февраль 2016 г. цены выросли на 8,1%, тогда как в январе в годовом исчислении данный показатель достигал 9,8% (см. рис. 1). В феврале базовая инфляция² составила 0,7%, увеличившись по сравнению с предыдущим периодом на 0,1 п.п., причем базовая инфляция за этот месяц превысила темп прироста индекса потребительских цен на 0,1 п.п. Это свидетельствует о том, что повышательное давление на цены оказывали факторы, которые носят преимущественно сезонный характер.

В феврале впервые с сентября 2015 г. снизился темп прироста цен на продовольственные товары, составив 0,7%. При этом под влиянием сезонного фактора сильнее всего подорожала плодоовощная продукция. Темп прироста цен на непродовольственные товары, напротив, ускорился до 0,8%, что свидетельствует о воздействии валютного курса, отразившегося, прежде всего, на ценах на бытовую технику. Отметим, что впервые с июня 2012 г. вклад группы непродовольственных товаров в динамику ИПЦ оказался наибольшим по сравнению с вкладом других компонент индекса потребительских цен и составил 42,9% (см.



Источник: Росстат.

Рис. 1. Темп прироста ИПЦ в 2011–2016 гг., % за год

1 Статья из ОМЭС. 2016. № 4 (22). Март. Опубликовано под названием «Инфляция и валютный рынок: без паники».

2 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.

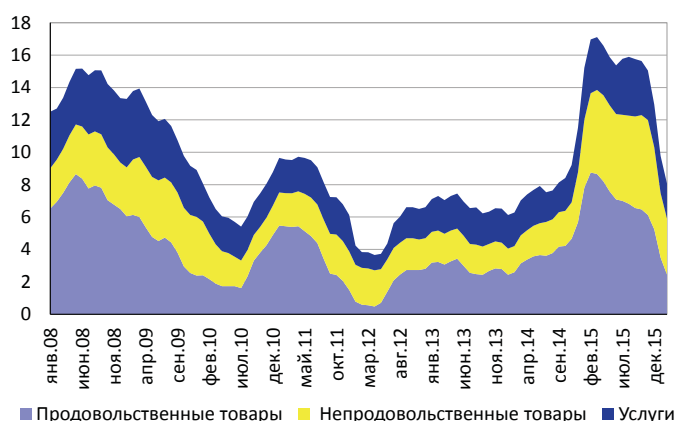
рис. 2). Цены и тарифы на платные услуги населению за февраль увеличились на 0,3%, в результате их вклад в прирост ИПЦ составил 26,7%.

По данным опроса населения, публикуемого Банком России, медианное значение ожидаемой инфляции после роста в течение трех предыдущих месяцев снизилось в феврале на 1,0 п.п. и составило 15,7%. Инфляционные ожидания остаются высокими, что создает значительные риски превышения инфляцией прогнозного уровня ЦБ РФ – 5,5–6,5% в 2016 г. Необходимо также принимать во внимание, что быстрое снижение показателя накопленной за 12 месяцев инфляции

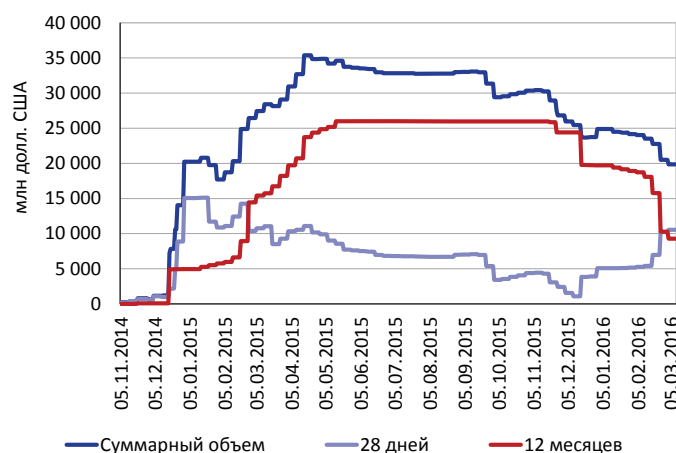
в начале текущего года объясняется, прежде всего, высокой базой начала прошлого года, когда наблюдался всплеск инфляции из-за эффекта переноса резкого ослабления рубля в цены потребительских товаров и услуг.

Повышательное давление на инфляцию может также оказывать ускорение темпов роста денежной массы М2, наблюдаемое в последние несколько месяцев. Так, за 2-е полугодие 2015 г. этот показатель вырос с 7 до 11,5% в годовом выражении (к соответствующему месяцу предыдущего года). Росту денежного предложения способствует расходование Минфином России средств Резервного фонда. К некоторому замедлению инфляции способно привести укрепление рубля, происходившее в феврале-марте, если оно окажется устойчивым.

Отметим, что, несмотря на значительное ослабление национальной валюты, ЦБ РФ продолжал политику невмешательства в ситуацию на валютном рынке. Более того, за февраль международные резервы ЦБ РФ увеличились на 2,4% до 380,5 млрд долл. на 1 марта 2016 г. Рост международных резервов происходил главным образом благодаря возврату банками-резидентами Банку России средств в иностранной валюте. В феврале задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО снизилась на 15,1% и составила 20,5 млрд долл. (24,2 млрд долл. на конец января 2016 г.), в том числе 9,3 млрд долл. (18,9 млрд долл. на конец января 2016 г.) – по операциям сроком 1 год и 10,6 млрд долл. (5,2 млрд долл. на конец января 2016 г.) – по операциям сроком 28 дней (см. рис. 3). Изменение структуры валютной задолженности банковского сектора перед ЦБ РФ связано с тем, что с 14 декабря 2015 г. Банк России возобновил проведение годовых аукционов валютного РЕПО, однако увеличил минимальную став-



Источник: Росстат.
Рис. 2. Вклад основных компонент в ИПЦ в годовом выражении в 2008–2016 гг.



Источник: Банк России
Рис. 3. Задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО в 2014–2016 гг.

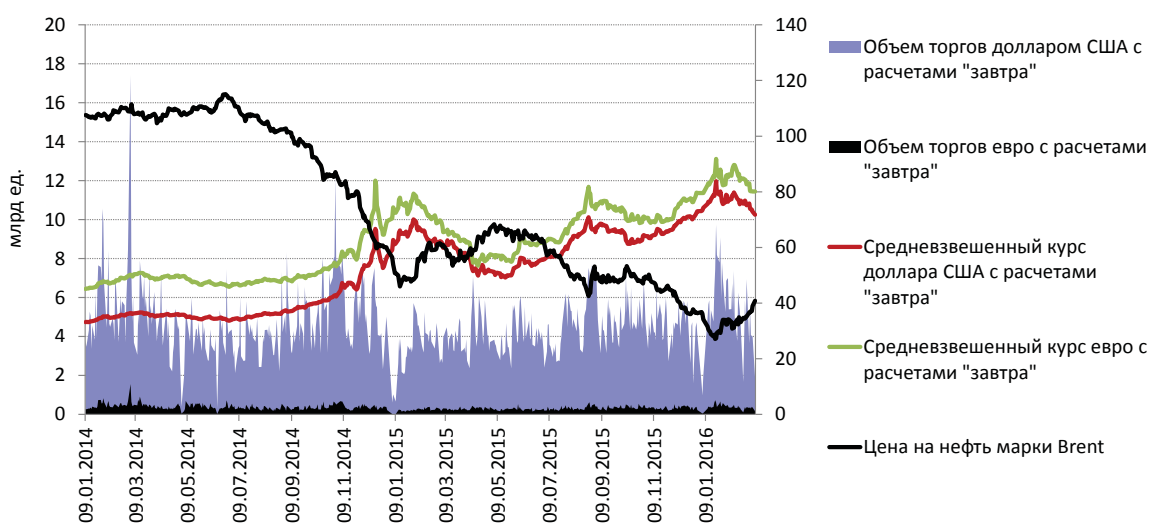
ку процента по этому виду аукционов до LIBOR +3 п.п. (ранее – LIBOR +2,5 п.п.). За период с января по 9 марта годовые аукционы валютного РЕПО проводились 9 раз, и лишь три из них оказались востребованными (объем привлеченных средств – 29,2 млн долл. по средней ставке 4,2% годовых), что обусловлено высокой стоимостью фондирования. Гораздо более привлекательным для коммерческих банков оказался валютный аукцион РЕПО сроком 28 дней. Так, за период январь – начало марта 2016 г. в рамках подобного аукциона было предоставлено 18,8 млрд долл. при средней ставке 2,5% годовых.

Таким образом, несмотря на новое снижение курса рубля в конце 2015 г. – начале 2016 г., значительные выплаты по внешнему долгу в декабре (21,9 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 целом низкий спрос банков на средства в иностранной валюте говорит о сохранении стабильной ситуации на валютном рынке и низкой вероятности повторения паники конца 2014 г. Пока динамика курса рубля продолжает определяться ценами на нефть. Так, в результате роста цены нефти сорта Brent с 33,98 долл./барр. в начале февраля до 40,88 долл./барр. 12 марта курс рубля укрепился на 7,9% до 70,3 руб. (см. рис. 4).

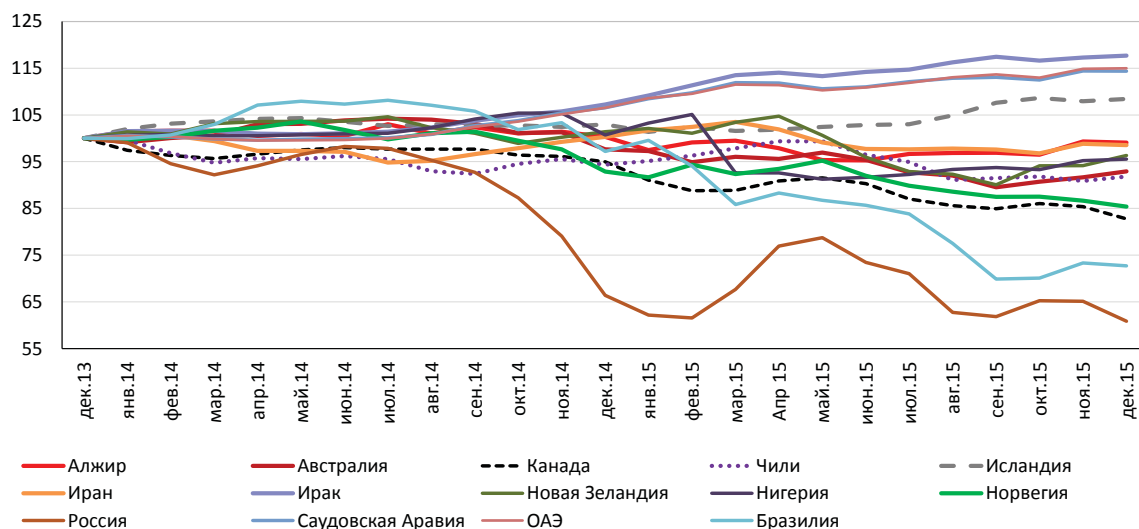
По итогам 2014–2015 гг. номинальный эффективный курс российского рубля снизился значительно сильнее, чем валюты других стран, экспортирующих сырье. Для сравнения: за 2014–2015 гг. курс рубля снизился на 39,1%, бразильского реала – на 27,3%, канадского доллара – на 17,3%, норвежской кроны – на 14,6%, чилийского песо – 8,2%, австралийского доллара – 7,1% (рис. 5). За этот период условия торговли для российской экономики ухудшились на 21,7%, в то время как для Норвегии этот показатель составил 24,3%, а для Австралии – 16,2%.

При этом, если рассмотреть отдельно лишь 2015 г., то снижение курса российского рубля оказалось сопоставимым с обесценением валют дру-



Источник: ЦБ РФ, ICE.

Рис. 4. Ситуация на валютном рынке РФ и цена на нефть в 2014–2016 гг.



Источник: IFS, BIS.

Рис. 5. Динамика номинальных эффективных обменных курсов валют крупнейших стран, экспортирующих сырье в 2014–2015 гг. (декабрь 2013 = 100)

гих стран, экспортирующих сырье. Так, за 2015 г. курс рубля к декабрю 2014 г. снизился на 8,4%, тогда как курс норвежской кроны – на 8,1%, австралийского доллара – на 4,9%, канадского доллара – на 12,9%, бразильского реала – на 25,2% (рис. 5). За прошлый год условия торговли для российской экономики ухудшились на 19,9%, в то время как для Норвегии данный показатель составил 9,0%, а для Австралии – 12,4%.

По данным за три квартала 2015 г., для большинства стран-экспортеров сырья характерно снижение торгового сальдо (см. табл. 1). Однако меньшие масштабы обесценения их валют в 2014–2015 гг., несмотря на ухудшение состояния счета текущих операций, объясняются отсутствием столь сильного, как в РФ, давления на курс со стороны финансового счета платежного баланса (Норвегия, Австралия, Канада), а также расходом международных резервов с целью поддержания курса в странах Ближнего Востока, придерживающихся режима фиксированного валютного курса.

Таблица 1

КОМПОНЕНТЫ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА СТРАН, ЭКСПОРТИРУЮЩИХ
СЫРЬЕ, МЛРД ДОЛЛ.

	Сальдо внешней торговли товарами и услугами (млрд долл.)		Сальдо финансового счета (млрд долл.)	
	2014 г.	I–III кв. 2015 г.	2014 г.	I–III кв. 2015 г.
Австралия	-9,1	-16,3	45,4	34,4
Канада	-16,2	-21,3	38,9	31,9
Чили	4,0	1,0	3,8	3,8
Исландия	1,1	1,1	5,8	-0,9
Бразилия	-15,0	-18,0	111,4	51,7
Новая Зеландия	2,2	1,6	3,1	-3,7
Норвегия	43,7	11,7	-55,4	-4,4
Россия	134,5	86,1	-130,2	-58,0
Саудовская Аравия	96,0	-15,5	-57,4	-47,4

Источник: IFS, ЦБ Перу.

Таким образом, резкое падение курса рубля в конце 2014 г. – начале 2015 г. было связано, по всей видимости, с паникой на валютном рынке вследствие неопределенности относительно дальнейшего развития ситуации в экономике при сохраняющихся санкциях и значительных геополитических рисках. Вследствие перехода ЦБ РФ к режиму плавающего валютного курса в настоящее время курс рубля определяется базовыми рыночными факторами, влияющими на спрос и предложение национальной валюты на валютном рынке, прежде всего ценами на нефть, а также доходностями активов в национальной и иностранной валютах с учетом рисков. Это подтверждается в том числе ситуацией на валютном рынке в конце 2015 г. – начале 2016 г., когда ослабление российского рубля к доллару США оказалось сопоставимым с валютами других развивающихся стран, и валютного кризиса, подобного ситуации конца 2014 г., не случилось. ●