

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Александра БОЖЕЧКОВА,

научный сотрудник Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара, научное направление «Реальный сектор», канд. экон. наук.

Окончила МГУ им. М.В. Ломоносова (магистр экономики).

Тел.: +7 (495) 629-78-07, e-mail: bojchikova@ier.ru

В августе 2013 г. индекс потребительских цен составил 0.1% (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 первых восьми месяцев 2013 г. превысила 6.5%. По итогам первых 23 дней сентября ИПЦ равнялся 0.2%. Во втором квартале 2013 г., по предварительной оценке Банка России, чистый отток капитала из страны достиг 10 млрд. долл., а в целом за первое полугодие он составил 38.4 млрд. долл., что на 1.7 млрд. долл. меньше, чем за первое полугодие 2012 г.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, Центральный банк, инфляция, валютная политика, денежное предложение, обменный курс.

В августе 2013 г. 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%. Базовая инфляция¹ в августе 2013 г. составила 0.5%, что ниже соответствующего показателя прошлого года на 0.1 п.п.

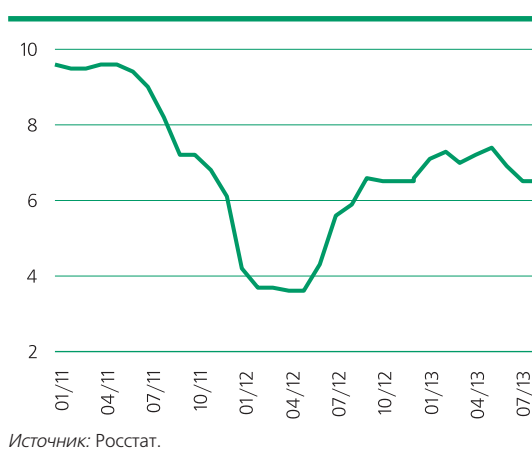
Цены на продовольственные товары в августе 2013 г. снизились на 0.7%, в основном из-за снижения цен на плодоовощную продукцию относительно июля текущего года (с -0.3 до -11.3%). При этом увеличились темпы прироста цен на яйца (с -1.1 до 7.4%), сахар-песок (с 0.1

до 4.4%), сливочное масло (с 1.1 до 2.6%), молоко и молочную продукцию (с 0.8 до 1.2%), рыбу и морепродукты (с 0.4 до 0.7%). 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 текущего года составил 0.9%, оказавшись ниже аналогичного показателя за предыдущий месяц (+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 составил в рассматриваемый период 1.3%. Продолжали дорожать услуги зарубежного туризма, цены на которые выросли за месяц на 2.6%. Увеличились цены на медицинские услуги (+0.4%), физкультуру и спорт (+0.4%), бытовые услуги (+0.3%).

Темп прироста цен на непродовольственные товары в августе увеличился по сравнению с июлем текущего года, составив по итогам месяца 0.5% (+0.1% в июле). В этой товарной группе в большей степени подорожали автомобильный бензин (+3.1%) (+0.1%), табачные изделия (+2.0%) (+1.2%), медикаменты (+0.5%) (+0.5%), телерадиотовары (+0.3%)

Темп прироста ИПЦ в 2011–2013 гг., в % 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.

(-0.1%), одежда и белье (+0.3%) (+0.1%), обувь (+0.3%) (в июле цены на эту товарную группу не росли).

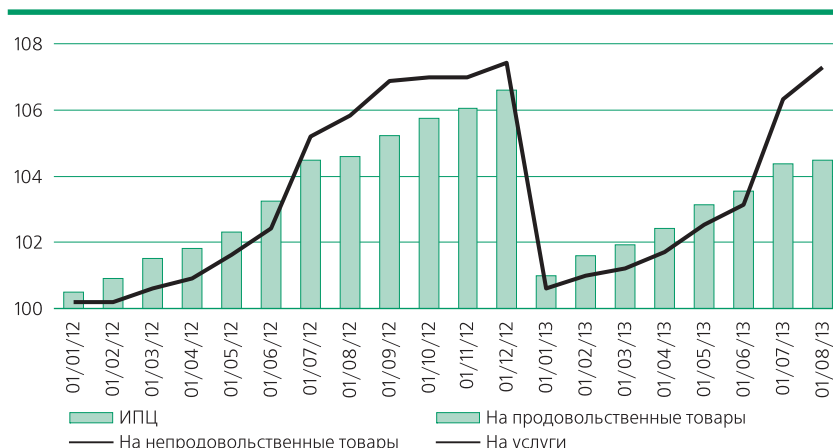
В сентябре инфляция продолжала замедляться — как из-за удешевления плодоовощной продукции, так и вследствие снижения экономической активности. По итогам первых 23 дней сентября ИПЦ составил 0.2% по сравнению с 0.5% за аналогичный период 2012 г. В результате инфляция, накопленная с начала года, достигла 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 могут 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 факторами станут сужение внутреннего спроса, которое отмечается уже на протяжении целого года, и продолжающееся замедление темпа роста денежного предложения (темпы прироста денежного агрегата M2 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. Среди увеличившихся компонент широкой денежной базы можно выделить депозиты банков (рост на 4.9% — до 131.8 млрд. руб.), корсчета банков (рост на 0.3% — до 820.1 млрд. руб.), объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (рост на 0.4% — до 7442.8 млрд. руб.). Обязательные резервы сократились на 1.2% — до 501.6 млрд. руб.

Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) увеличилась в августе на 0.3% и составила 7944.4 млрд. руб.

Объем избыточных резервов коммерческих банков² в августе текущего года вырос на 0.9% — до 951.9 млрд. руб., при этом задолженность



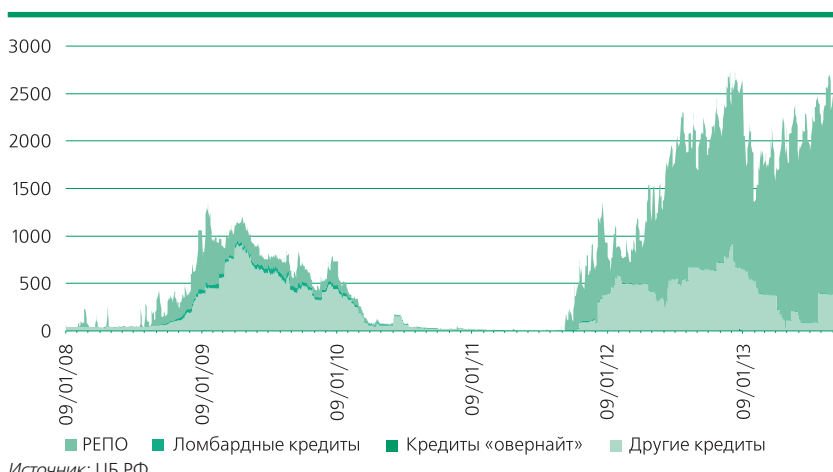
Источник: Росстат.

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 в банковском секторе ставка на межбанковском рынке³ в августе в среднем находилась на уровне 6.11% годовых (6.08% в июле 2013 г.), превысив показатель января текущего года, когда она составляла 5.4% годовых, на 12.8%. С 1 по 23 сентября данная ставка составила в среднем 6.18% годовых, приблизившись к границе процентного коридора.

На 1 сентября 2013 г. объем международных резервов ЦБ РФ составил 509.7 млрд. долл.,

Темпы прироста индексов цен в 2012 и 2013 гг., в % к декабрю предыдущего года

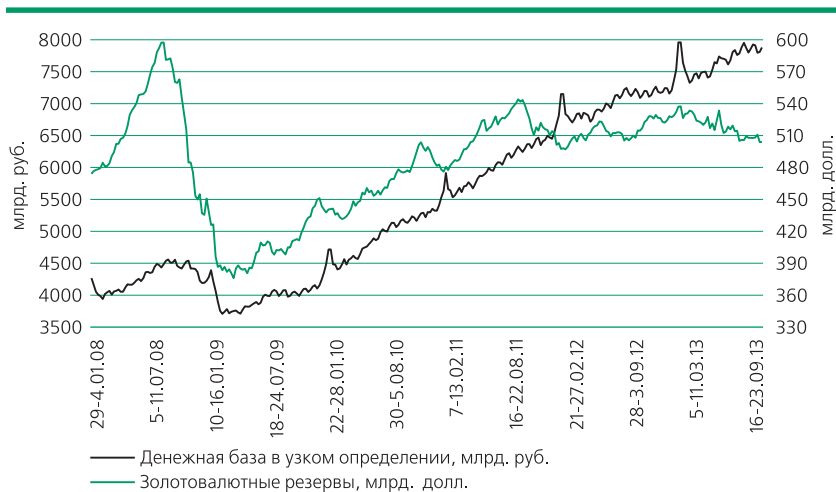
Задолженность коммерческих банков перед Банком России в 2008–2013 гг., млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ.

² 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.

³ Межбанковская ставка — среднемесячная ставка MIACR по однодневным межбанковским кредитам в рублях.



Источник: ЦБ РФ.

Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных резервов РФ в 2008–2013 гг.

уменьшившись с начала года на 5.2%. Сокращение в августе международных резервов было связано с продажей ЦБ РФ валюты на внутреннем рынке. При этом величина резервов в виде монетарного золота выросла за месяц 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 первом полугодии 2013 г. было вызвано преимущественно укреплением доллара США по отношению к евро и лишь частично – валютными интервенциями ЦБ РФ.

Валютные интервенции Банка России по итогам июля 2013 г. составили 5455.9 млн. долл. и 475.6 млн. евро и были направлены на сглаживание волатильности обменного курса рубля в периоды его быстрого ослабления.

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



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора.

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 втором квартале 2013 г. достиг 10 млрд. долл. США, а в целом за первое полугодие он составил 38.4 млрд. долл., что на 1.7 млрд. долл. меньше, чем за первое 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 августе текущего года реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 1.8% (в предыдущем месяце он оставался неизменным). По итогам второго квартала 2013 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 1.7%.

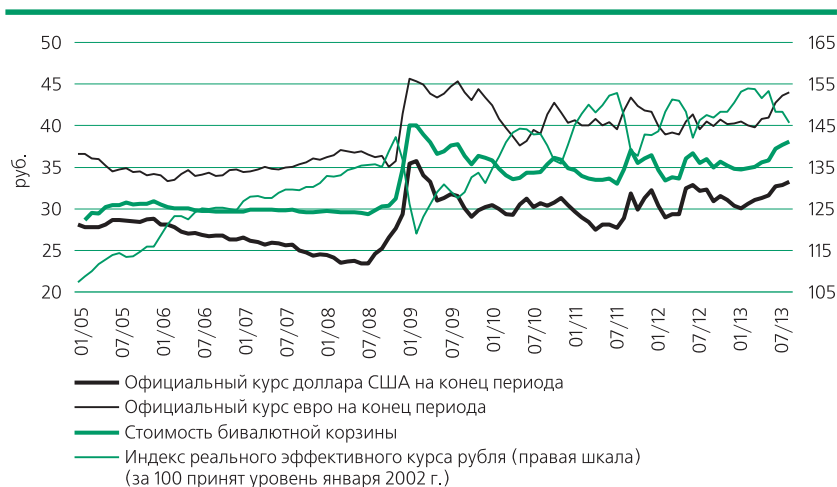
Курс доллара к рублю в августе 2013 г. вырос на 0.64% – до 33.2 руб., что было обусловлено ухудшением российского торгового баланса из-за снижения мировых цен на некоторые виды металлов, минеральные удобрения, а также оттоком капитала с развивающихся рынков в результате сохранения неопределенности относительно прекращения программы количественного смягчения ФРС США. Рост курса евро составил в этот период 0.54% – до 44.0 руб. Курс евро к доллару в среднем равнялся 1.33. Стоимость бивалютной корзины увеличилась в августе на 0.59% – до 38.1 руб.

По итогам 21 дня сентября курс доллара снизился на 4.6% и составил 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 было вызвано 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 ослаблением опасений инвесторов относительно скорого начала сворачивания программы количественного смягчения ФРС США. В среднем курс евро к доллару в сентябре равнялся 1.33.

13 сентября текущего года 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 о повышении максимальной процентной ставки по депозитным операциям на аукционной основе на срок 1 неделя до уровня 5.50% годовых, сохранив без изменения уровни 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 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 второй квартал 2013 г. их объем составил 1.4 трлн. руб.), в то время как задолженность по однодневным аукционам (в среднем за второй квартал 2013 г. – 317.2 млрд. руб.) и аукционам на длительные сроки (3, 12 месяцев) была 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 г.) и верхнюю (6.5% годовых) границы процентного коридора, симметричные относительно ключевой ставки.



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора.

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 намерении продолжать повышение гибкости 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 РФ интервенций, создавая необходимые условия для развития системы управления курсовым риском экономиче-

Показатели обменного курса рубля в январе 2005 – августе 2013 гг.

скими 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 регулятором как одна из мер, направленных на совершенствование 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 увеличения глубины финансового сектора и развития институциональной среды. ■