

# Макроэкономика

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Александра БОЖЕЧКОВА, канд. экон. наук

Стабилизация уровня инфляции и курса рубля позволила Совету директоров Банка России 15 июня 2015 г. в очередной раз снизить ключевую ставку до 11,50% годовых. Основанием для снижения ставки стало сохранение существенных рисков «охлаждения» экономики в условиях ослабления инфляционных рисков.

В июне 2015 г. прирост потребительских цен составил 0,2% (0,6% годом ранее), что ниже аналогичного показателя за предыдущий месяц на 0,2 п.п. В результате инфляция в июне 2015 г. по отношению к июню 2014 г. составила 15,3%. За первые 20 дней июля текущего года прирост ИПЦ достиг 0,9%, что преимущественно было связано с повышением тарифов на услуги естественных монополий.

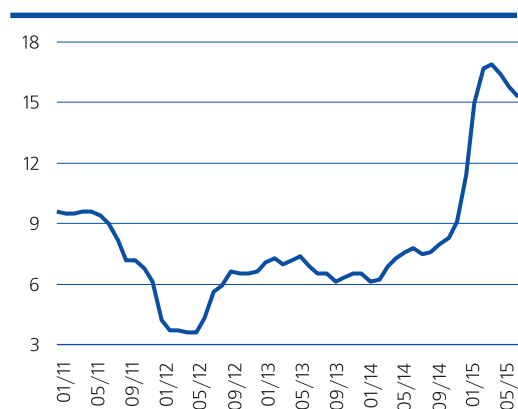
В июне 2015 г. темпы инфляции продолжали снижаться: прирост индекса потребительских цен (ИПЦ) по итогам месяца составил 0,2% (в мае 2015 г. — 0,4%), что ниже аналогичного показателя, зафиксированного годом ранее, на 0,4 п.п. Инфляция в июне 2015 г. в годовом выражении составила 15,3%. (См. рис. 1.) Базовая инфляция<sup>1</sup> в исследуемый период составила 0,4%, оказавшись ниже аналогичного показателя предшествующего года на 0,4 п.п.

Существенное замедление потребительской инфляции связано со сжатием внутреннего спроса, укреплением рубля в феврале–апреле 2015 г., снижением инфляционных ожиданий и сезонным фактором. В июне те-

кущего года в секторе продовольственных товаров наблюдалась дефляция: цены здесь снизились в среднем на 0,4% (в предыдущем месяце положительный прирост составлял 0,1%). Лидерами снижения цен оказались яйца (-12,1% в мае и -5,4% в июне), сахар-песок (-2,1 и -1,6%) и плодоовощная продукция (-1 и -5%).

Июньский прирост цен в группе непродовольственных товаров составил 0,3% (0,5% в мае). Существенно замедлилось удорожание моющих и чистящих средств (с 2,5% в мае до 0,5% в июне) и строительных материалов (с 0,5 до 0,3%). Одновременно на 0,9% повы-

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



Источник: Росстат.

<sup>1</sup> 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.

сились цены на автомобильный бензин в связи с ростом его потребления в летние месяцы, а также с увеличением в мае объемов экспортных поставок нефти за рубеж.

Цены и тарифы на платные услуги населению выросли за рассматриваемый период на 1% (0,5% в мае). Под влиянием сезонного фактора увеличились цены на услуги зарубежного туризма и санаторно-оздоровительные услуги. В то же время замедлился рост цен на услуги страхования (с 1,5%-ного прироста в мае до 0,5%-ного в июне), где за последние 12 месяцев имел место исключительно высокий темп прироста — 35,3%. Существенное влияние на страховые тарифы оказало увеличение цен на запасные части для автомобилей и связанное с ним повышение тарифов ОСАГО.

В целом в июне 2015 г. вклад в темп усиления инфляции, измеренный в процентах к соответствующему месяцу предыдущего года, продовольственных товаров составил 46,1%, непродовольственных товаров — 34,3%, цен и тарифов на платные услуги населению — 19,6%. (См. рис. 2.)

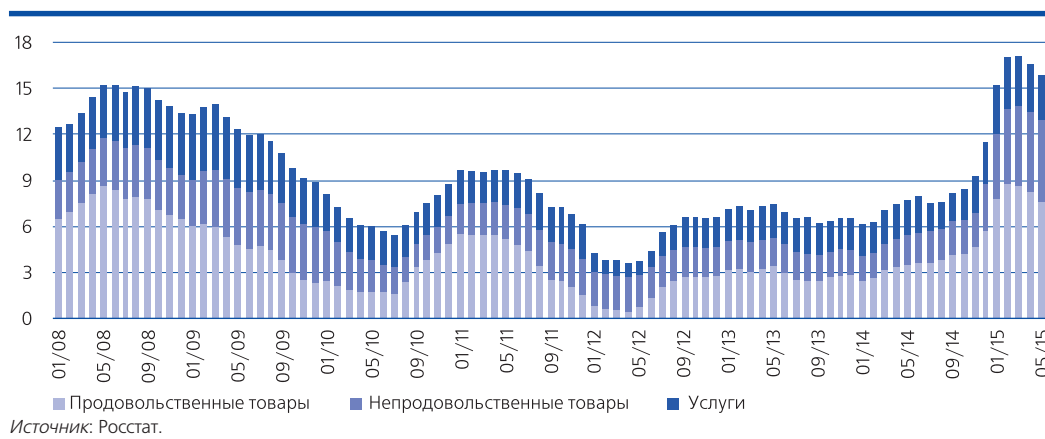
Решение Правительства РФ продлить продуктовое эмбарго также, на наш взгляд, не окажет существенного влияния на динамику

цен товаров, попавших под запрет, так как адаптация производителей и торговых сетей к введенным ограничениям уже практически завершилась, о чем свидетельствует замедление темпов роста цен на соответствующие виды товаров.

Отметим, что, по данным опросов ООО «ИНФОМ», в июне 2015 г. инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев незначительно выросли после их резкого снижения и дальнейшей стабилизации в марте—мае 2015 г. По данным июньского опроса, оценка представлений о будущей инфляции составляет 12–12,5% против 11,4–11,9% в мае.

За первую неделю июля инфляция составила 0,7% (0,5% в целом за июль 2014 г.), что объяснялось повышением тарифов на услуги естественных монополий. В частности, тарифы на коммунальные услуги увеличились на 5,4–6,3%. Несмотря на то что повышение тарифов приведет к замедлению темпов снижения инфляции в годовом выражении, данное изменение носит предсказуемый характер и, как нам представляется, не окажет заметного влияния на ожидания экономических агентов. Уже во вторую и третью недели июля темп прироста индекса потребительских цен стабилизировался на уровне 0,1%.

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



Денежная база в широком определении в июне 2015 г. увеличилась на 5,5%, составив на начало июля 9706,5 млрд. руб. В этот период все компоненты широкой денежной базы росли: средства на корсчетах банков в Банке России (увеличение на 37% — до 1308,1 млрд. руб.), обязательные резервы (на 1,4% — до 466 млрд. руб.), депозиты банков (на 18,7% — до 293,2 млрд. руб.), объем наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (на 1,3% — до 7639,3 млрд. руб.). Анализ динамики факторов формирования ликвидности в исследуемый период говорит о том, что основной вклад в увеличение широкой денежной базы внесли интервенции Банка России на валютном рынке (208,1 млрд. руб.) и изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России (190,9 млрд. руб.).

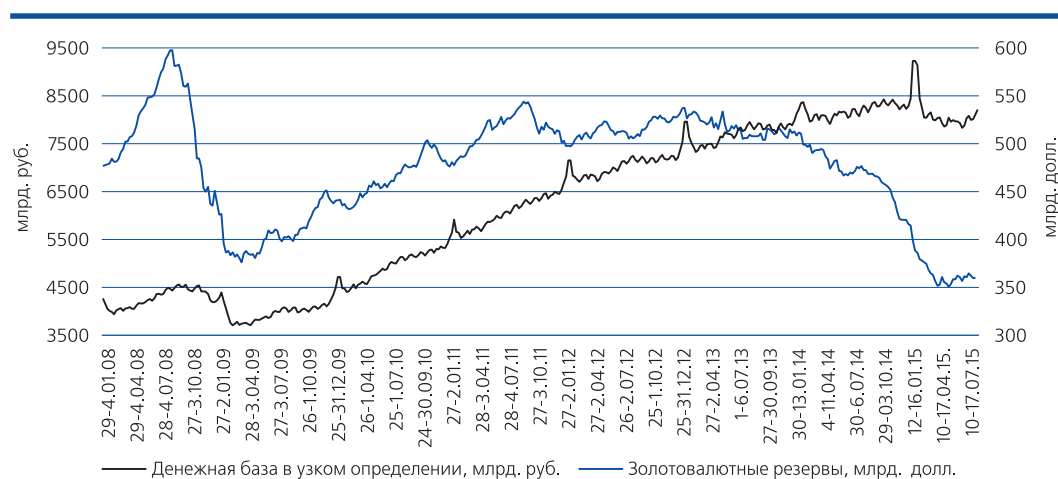
Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) увеличилась в июне на 1,3% и достигла 7933 млрд. руб. (См. рис. 3.)

Среднедневной объем резервов коммерческих банков в июне текущего года увеличился по сравнению с маем на 1,4% и составил 1486,6 млрд. руб., при этом обязательные резервы на спецсчетах в ЦБ РФ оказались равными 466 млрд. руб. (рост на 1,4% по сравнению с предыдущим месяцем), а усредненная величина резервов в период с 10.06.2015 по 10.07.2015 составила 1020,6 млрд. руб. (+1,4%).

За период с 10.06.2015 по 10.07.2015 размер избыточных резервов коммерческих банков<sup>2</sup> в среднем составил 452 млрд. руб. (увеличение на 30% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 296,3 млрд. руб. (+43%), а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем составил 156 млрд. руб. (+10,2%).

По состоянию на 1 июля 2015 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России, достигла 6,93 трлн.

**Рис. 3. Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных (международных) резервов РФ в 2008–2015 гг.**



Источник: ЦБ РФ.

<sup>2</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.

руб., увеличившись с начала июня на 1,4%. Задолженность банков по сделкам РЕПО уменьшилась на 4,1% и составила 1,8 трлн. руб., задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, достигла 3,1 трлн. руб., увеличившись на 1%. (См. рис. 4.) По данным на 27 июля, задолженность банков по сделкам РЕПО сократилась на 10,1% и составила 1,7 трлн. руб., задолженность по другим кредитам снизилась до 2,9 трлн. руб.

В июне 2015 г. ставка MIACR по однодневным межбанковским кредитам в рублях не пересекала верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне в 12,5% годовых (12,8% в мае 2015 г.). С 1 по 23 июля средняя межбанковская ставка составила 11,6% годовых. (Напомним, что снижение средней ставки MIACR обусловлено принятым 15 июня текущего года Банком России решением о снижении ключевой ставки на 1 п.п. — до 11,5% годовых.)

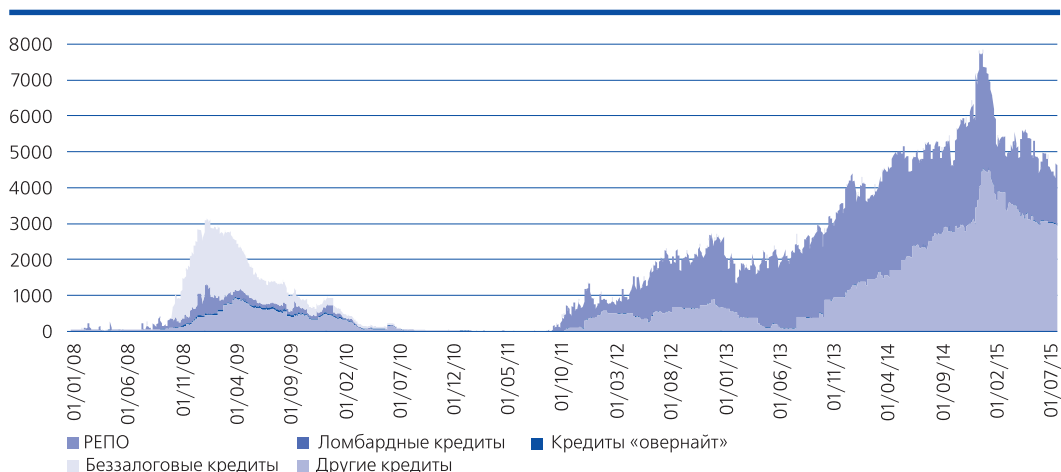
Сделки «валютный своп» по предоставлению валютной ликвидности банковской системе в исследуемый период не проводились. Слабая востребованность данных операций

банками объяснялась высоким уровнем процентных ставок (ставка по рублевой части сделки составляла с 5 мая 11,5% годовых, с 16 июня — 10,5%, по валютной части сделки — 1,5% годовых). 9 июля объем сделок «валютный своп» составил 309,1 млн. долл.

Объем иностранной валюты, предоставленной на валютном аукционе РЕПО, составил в июне 62,5 млн. долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 1 неделя, 9,3 млрд. долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 28 дней. По данным на 27 июля, объем предоставленной иностранной валюты на валютном аукционе РЕПО оказался равным 0,1 млрд. долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 1 неделя, 4,3 млрд. долл. по средневзвешенной ставке 2,2% на срок 28 дней.

В целом валютная задолженность банков перед ЦБ РФ в мае—июне текущего года снижалась. По оценкам, на 1 июля задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО составляла 32,8 млрд. долл., в том числе 26,0 млрд. долл. — по операциям сроком 1 год и 6,8 млрд. долл. — по операциям сроком 28 дней. За июнь задолженность банков по опе-

**Рис. 4. Рублевая задолженность коммерческих банков (по основным инструментам) перед Банком России в 2008–2015 гг., млрд. руб.**



Источник: ЦБ РФ.

рациям валютного РЕПО снизилась на 2,3% (в мае снижение составило 6,6%).

Сокращение задолженности банков перед регулятором в иностранной валюте вызвано приостановлением проведения аукционов валютного РЕПО сроком на 1 год, являвшихся наиболее востребованными, ростом стоимости валютного фондирования, а также снижением спроса на иностранную валюту в связи со стабилизацией ситуации на валютном рынке. По нашим оценкам, на 27 июля задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО оставалась практически неизменной.

11 июня Банком России был проведен аукцион по предоставлению коммерческим банкам кредитов Банка России в долларах США, обеспеченных залогом прав требования. Объем предоставленных денежных средств составил 441,0 млн. долл. на срок 28 дней по ставке 2,4390% годовых. В рамках аналогичного аукциона, проведенного 10 июля 2015 г., было предоставлено 442,0 млн. долл. на срок 28 дней по ставке 2,4367% годовых.

Объем валютных интервенций Банка России, проведенных в июне 2015 г., составил 3,8

млрд. долл., достигнув рекордного значения с апреля 2012 г. (См. рис. 5.) В результате международные резервы ЦБ РФ увеличились с 356,8 до 361,6 млрд. долл. (на 1 июля 2015 г.). (См. рис. 3.)

Намерение Банка России нарастить международные резервы выглядит оправданным в условиях низкой прогнозируемости цен на нефть и ограниченного доступа российских компаний к международным рынкам капитала. Однако следует учитывать инфляционные риски такой политики: валютные интервенции не противоречат режиму таргетирования инфляции до тех пор, пока именно уровень инфляции остается главным целевым ориентиром центрального банка. Международный опыт показывает, что центральные банки большинства стран, придерживающихся режима инфляционного таргетирования, в той или иной мере присутствуют на валютном рынке.

Согласно опубликованной Банком России предварительной оценке платежного баланса за апрель–июнь 2015 г. положительное сальдо счета текущих операций составило за этот период 19,2 млрд. долл., существенно увеличившись по сравнению со вторым кварталом

**Рис. 5. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в июле 2010 – июне 2015 гг.**



Источник: ЦБ РФ.

2014 г. (на 58,1%, или на 12,1 млрд. долл.). Увеличение счета текущих операций связано, как и прежде, с эффектами девальвации и санкций: опережающим сокращением импорта по отношению к экспорту, снижением отрицательной величины сальдо инвестиционных доходов, баланса услуг, а также сальдо оплаты труда.

В условиях продолжающихся санкционных ограничений по привлечению капитала банки снизили во втором квартале 2015 г. свои внешние обязательства на 12,3 млрд. долл., погашая накопленный ранее долг. Небанковский сектор, напротив, нарастил в этот период свои внешние обязательства на 3,9 млрд. долл., после того как в первом квартале текущего года сократил их на 8 млрд. долл. В целом чистый вывоз капитала частным сектором составил 20,0 млрд. долл., что ниже соответствующего значения первого квартала 2015 г. на 38,5%.

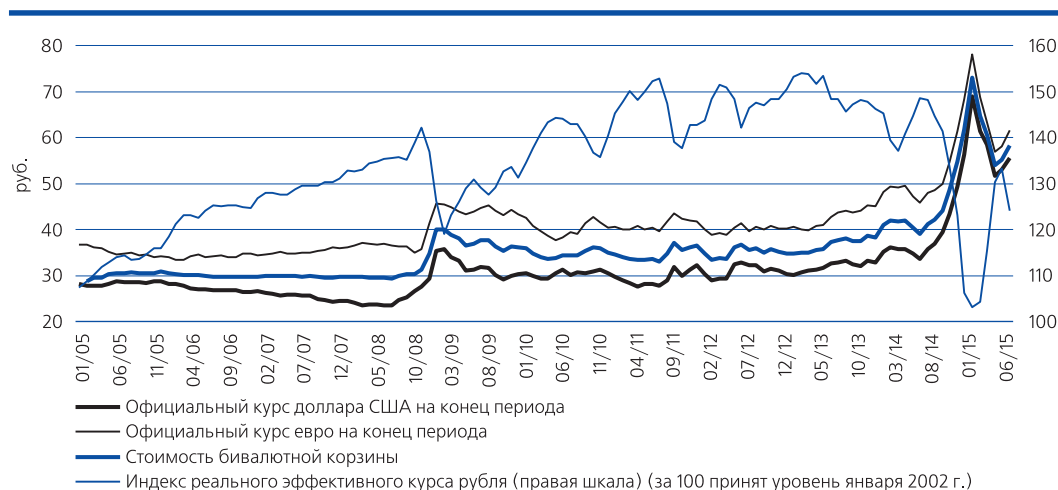
Тенденции первого полугодия позволяют предположить, что при отсутствии новых внеш-

них шоков сальдо платежного баланса по итогам 2015 г. будет достаточно большим, чтобы обеспечить устойчивость курса рубля даже с учетом значительных выплат по внешнему долгу в конце года<sup>3</sup>.

В июне текущего года рубль обесценился в реальном выражении. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 6,8% (+2,1% в мае 2015 г.). В целом за первое полугодие 2015 г. по отношению к аналогичному периоду предыдущего года снижение реального эффективного курса составило 17,4%. (Напомним, что за второе полугодие 2014 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 28,5%.)

Курс доллара к рублю в июне 2015 г. повысился на 5,7% — до 55,8 руб., а курс евро к рублю — на 8,1% (до 62,4 руб.). Курс евро к доллару в среднем составлял в этот период 1,12. Стоимость бивалютной корзины увеличилась в июне на 6,8% — до 58,8 руб. (См. рис. 6.) По итогам первых 25 дней июля курс доллара к рублю вырос на 3,9% и достиг 58,0

Рис. 6. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 – июне 2015 гг.



Источник: ЦБ РФ.

<sup>3</sup> Более детальная оценка платежного баланса за апрель–июнь 2015 г. приведена в Оперативном мониторинге экономической ситуации в России «Тенденции и вызовы социально-экономического развития» № 10 (июнь 2015 г.), размещенного на сайте Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара.

руб., курс евро к рублю увеличился на 2% и составил 63,6 руб.; в результате стоимость бивалютной корзины возросла на 3% — до 60,5 руб. В среднем курс евро к доллару в июле оказался равным 1,1.

Следует также отметить, что после значительного весеннего укрепления рубль начал слабеть, прежде всего в связи с коррекцией цен на нефть и мерами ЦБ РФ, направленными на удорожание валютной ликвидности и поэтапное снижение ключевой процентной ставки.

В целом о более стабильной ситуации на валютном рынке по сравнению с началом года свидетельствует не только приближение курса рубля к своему фундаментально обоснованному уровню (см.: Оперативный мониторинг экономической ситуации в России «Тенденции и вызовы социально-экономического развития» № 9 (июнь 2015 г.)), но и продолжающееся снижение внутримесячной курсовой волатильности.

Стабилизация уровня инфляции и курса рубля позволила Совету директоров Банка России 15 июня 2015 г. в очередной раз снизить ключевую ставку до 11,50% годовых. Это уже четвертый этап смягчения монетарной поли-

тики после резкого увеличения ключевой ставки до 17% годовых в декабре 2014 г. Основанием для снижения ставки стало сохранение существенных рисков дальнейшего «охлаждения» экономики при одновременном ослаблении инфляционного давления. Так, если в первом квартале 2015 г. индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности снизился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 2,3%, то в апреле его падение составило в годовом выражении 5,8%, а в мае — 6,8%.

В условиях приближения реального валютного курса рубля к своим фундаментально обоснованным значениям, а также преодоления инфляционного пика (16,9% в марте 2015 г.) смягчение денежно-кредитной политики представляется оправданным. При этом в комментариях к последнему снижению ключевой ставки Банк России весьма осторожно говорит о перспективах ее дальнейшего понижения, что вполне объяснимо на фоне все еще достаточно высоких (хотя и снижающихся) инфляционных ожиданий, а также рисков ухудшения внешнеэкономической и политической конъюнктуры — например, в связи с событиями в Греции, Китае или Иране. ■