

# Макроэкономика

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

**Александра БОЖЕЧКОВА**

Заведующий лабораторией денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, канд. экон. наук. E-mail: bojchkova@ier.ru

В январе 2016 г. темп прироста индекса потребительских цен (ИПЦ) составил 1,0% (3,9% в январе 2015 г.), при этом медианное значение ожидаемой инфляции на год увеличилось в первый месяц года на 0,3 п.п. и составило 16,7%. Это максимальное значение данного показателя с февраля 2015 г., когда в результате обесценения национальной валюты в конце 2014 – начале 2015 гг. медианное значение ожидаемой инфляции составило 18,1%. В целом реальный эффективный курс рубля в настоящее время находится примерно на фундаментально обоснованном уровне, что является следствием рыночного курсообразования на валютном рынке РФ без вмешательства Банка России и отсутствия панических настроений экономических агентов. При отсутствии новых шоков мы не ожидаем дальнейшего значительного ослабления национальной валюты.

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

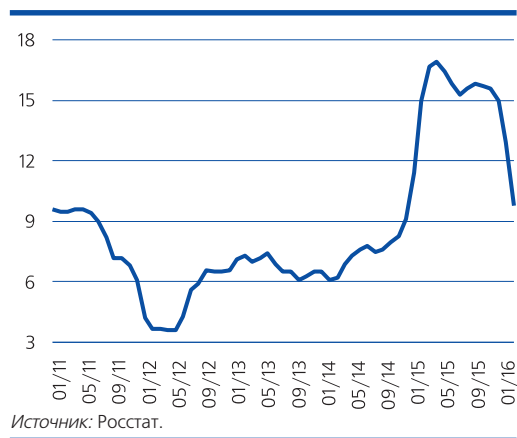
Темп прироста индекса потребительских цен в январе 2016 г. составил 1,0% (0,8% в декабре 2015 г.), а по отношению к аналогичному периоду предыдущего года он оказался равным 9,8%, снизившись по сравнению с декабрем на 3,1 п.п. (См. рис. 1.) В январе базовая инфляция<sup>1</sup> составила 100,8%, увеличившись по сравнению с предыдущим месяцем на 0,2 п.п.

Темп роста цен на продовольственные товары, как и месяцем ранее, составил в январе текущего года 101,2%. Лидером подорожания оказалась плодоовощная продукция (6,6% в декабре и 6,2% в январе). Существенно выросли цены на сахар-песок (с -0,9 до 2,4%). Замедлился рост цен на яйца (с 6,4 до 2,1%).

Январский прирост цен в группе непродовольственных товаров составил 0,7% (0,4% в декабре). Несколько ускорились темпы роста цен на табачные изделия (с 1,2% в декабре до 1,7% в январе), телерадиотовары (с 1,0 до 1,1%), электротовары и другие бытовые при-

боры (с 0,8 до 1,0%), строительные материалы (с 0,2 до 0,5%), медикаменты (с 0,2 до 0,5%), что свидетельствует о новом витке эффекта переноса валютного курса в цены для

**Рис. 1. Темп прироста ИПЦ в 2011–2016 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.

данной группы товаров в результате обесценения рубля в конце 2015 — начале 2016 гг.

Цены и тарифы на платные услуги населению увеличились за первый месяц года на 1,0%, тогда как в декабре они выросли на 0,7%. Наблюдалось повышение цен на жилищно-коммунальные услуги (0,4%), услуги пассажирского транспорта (1,3%), санаторно-оздоровительные (1,5%) и медицинские (1,9%) услуги, а также на услуги зарубежного туризма (5,1%). (См. рис. 2.)

По данным опроса населения ООО «ИНФОМ», ежемесячно публикуемым Банком России, медианное значение ожидаемой инфляции на год в январе 2016 г. увеличилось на 0,3 п.п. и составило 16,7%. Это максимальное значение данного показателя с февраля 2015 г., когда в результате обесценения валютного курса в конце 2014 — начале 2015 гг. медианное значение ожидаемой инфляции составило 18,1%. На наш взгляд, учитывая масштабное ослабление национальной валюты в декабре 2015 — январе 2016 гг., велика вероятность превышения инфляцией по итогам текущего года отметки в 10%.

За первые 20 дней февраля прирост ИПЦ составил 0,6%. Сдерживающее влияние на инфляцию продолжают оказывать монетарные

факторы. Основной вклад в формирование относительно низких темпов роста денежной массы продолжает вносить слабый рост объемов банковского кредитования.

В январе 2016 г. денежная база в широком определении уменьшилась, составив на начало февраля 10 507,1 млрд. руб. Снизились величина наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций (-6,5% — до 7971,6 млрд. руб.) и депозиты банков в Банке России (-27,2% — до 406,2 млрд. руб.). Средства на корсчетах банков в Банке России увеличились на 9,6% — до 1747,0 млрд. руб., а обязательные резервы коммерческих банков выросли на 3,4% — до 382,3 млрд. руб.

Денежная база в узком определении (наличность плюс обязательные резервы) сократилась в январе на 6,3% — до 8197,7 млрд. руб. (См. рис. 3.)

Среднедневной объем резервов коммерческих банков увеличился в январе текущего года по сравнению с декабрем предыдущего на 3,6% и составил 1749,4 млрд. руб., а усредненная величина резервов в период с 10.01.2016 по 10.02.2016 составила 1367,1 млрд. руб. (увеличение на 3,7% по сравнению с предыдущим периодом). За указанный временной интервал размер избыточных резервов коммерче-

**Рис. 2. Вклад основных компонент в ИПЦ в годовом выражении в 2008–2016 гг., в %**



Источник: Росстат.

ских банков<sup>2</sup> в среднем составил 481,4 млрд. руб. (сокращение на 28% по сравнению с предыдущим периодом), из них сумма депозитов банков на счетах в ЦБ РФ в среднем оказалась равной 333,4 млрд. руб., увеличившись по сравнению с предыдущим периодом на 1,9%, а размер корсчетов за вычетом усредняемой величины резервов в среднем за рассматриваемый период составил 148,1 млрд. руб. (сокращение на 57%).

По состоянию на 1 февраля 2016 г. величина кредитов, депозитов и прочих привлеченных средств, полученных кредитными организациями от Банка России, выразилась значением в 4,6 трлн. руб., сократившись с начала декабря 2015 г. на 14,4%. Задолженность банков по сделкам РЕПО сократилась на 48,9% и составила 0,9 трлн. руб. При этом задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, снизилась на 8,9% и составила 1,8 трлн. руб. (См. рис. 4.) В феврале задолженность банков по сделкам РЕПО уменьшилась на 38,2% — до 0,6 трлн. руб., а задолженность по другим кредитам — на 38,9%, соста-

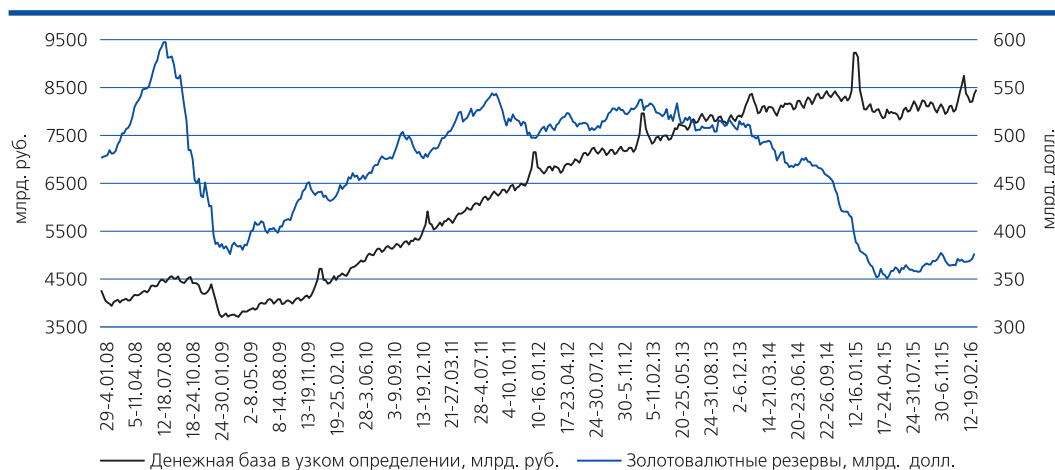
вив 1,2 трлн. руб., что свидетельствует о существенном падении спроса кредитных организаций на средства ЦБ РФ.

В январе 2016 г. ставка MIACR по однодневным межбанковским кредитам в рублях не пересекала верхнюю границу процентного коридора и в среднем находилась на уровне в 10,9% годовых (11,1% в декабре 2015 г.). В феврале средняя межбанковская ставка составила 10,5% годовых.

Задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО сократилась в первый месяц года на 2,9% и составила 24,2 млрд. долл., в том числе 18,9 млрд. долл. — по операциям сроком 1 год и 5,2 млрд. долл. — по операциям сроком 28 дней. (Напомним, что 27 ноября 2015 г. ЦБ РФ объявил о возобновлении начиная с 14 декабря проведения аукционов РЕПО в иностранной валюте на срок 12 месяцев. При этом Банк России увеличил минимальную процентную ставку по данному виду аукционов до LIBOR + 3 п.п. (ранее — LIBOR + 2,5 п.п.).)

В январе аукционы валютного РЕПО сроком 12 месяцев проводились трижды и оказа-

**Рис. 3. Динамика денежной базы (в узком определении) и золотовалютных (международных) резервов РФ в 2008–2016 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.

лись не востребованными, что объяснялось высокой стоимостью фондирования. Гораздо более привлекательным для коммерческих банков стал валютный аукцион РЕПО сроком 28 дней: в январе в его рамках было предоставлено 5,2 млрд. долл. при средней ставке в 2,5% годовых.

Подобная процентная политика ЦБ РФ будет способствовать изменению структуры валютной задолженности банковского сектора перед ЦБ РФ в пользу месячных аукционов РЕПО. Отметим, что, по данным на 26 февраля текущего года, размер задолженности банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО сократился еще на 15,1% — до 20,5 млрд. долл. за счет уменьшения задолженности банковского сектора по сделкам валютного РЕПО сроком 1 год до 10,3 млрд. долл. при одновременном увеличении задолженности по сделкам РЕПО сроком 28 дней до 10,2 млрд. долл.

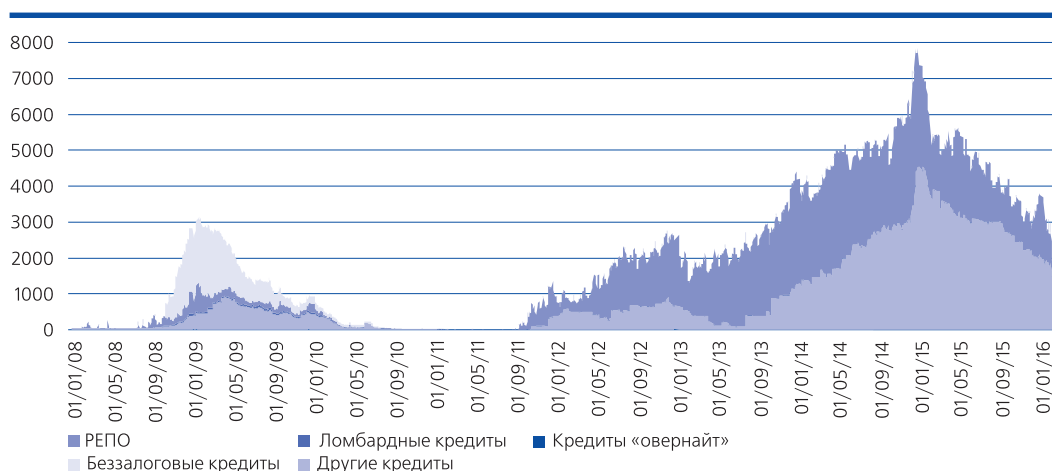
Таким образом, несмотря на новое снижение курса рубля, значительные выплаты по внешнему долгу в декабре (21,9 млрд. долл. — выплаты основного долга, 2 млрд. долл. — выплаты процентов в соответствии с графиком погашения внешнего долга) и повышение ста-

вок ФРС США, спрос банков на валютное рефинансирование сокращается. По всей видимости, у кредитных организаций пока достаточно валютных ресурсов, накопленных ими за предыдущий год.

В августе 2015 — январе 2016 гг. Банк России не проводил валютных интервенций. (См. рис. 5.) При этом за январь международные резервы ЦБ РФ увеличились с 368,4 до 371,6 млрд. долл. (См. рис. 3.) Рост международных резервов произошел главным образом в результате возврата банками-резидентами ликвидности в иностранной валюте и монетизации золота при отрицательном влиянии курсовой и рыночной переоценки.

В январе 2016 г. курс рубля снизился в реальном выражении. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам сократился на 6,7% (-5,9% в декабре 2015 г.), что соответствует уровню сентября 2003 г. (См. рис. 6.) Отметим, что в целом реальный эффективный курс рубля в настоящее время находится примерно на фундаментально обоснованном уровне, что является следствием рыночного курсообразования на валютном рынке РФ без вмешательства Банка России и отсутствия па-

**Рис. 4. Рублевая задолженность коммерческих банков (по основным инструментам) перед Банком России в 2008–2016 гг., млрд. руб.**



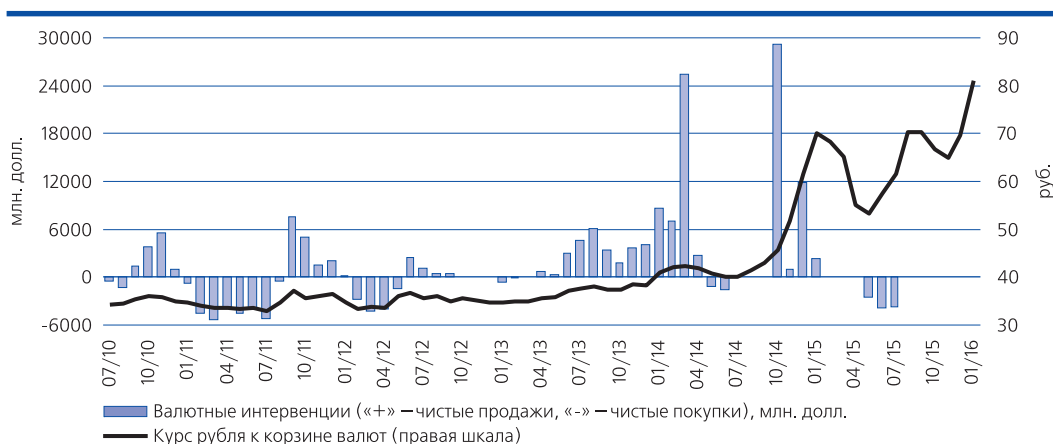
Источник: ЦБ РФ.

нических настроений экономических агентов. При отсутствии новых шоков мы не ожидаем дальнейшего значительного ослабления национальной валюты.

По отношению к доллару в январе рубль ослабел на 4,7% – с 72,9 до 76,3 руб./долл., курс евро к рублю вырос на 4,0% – до 82,8 руб./евро, а стоимость бивалютной корзины

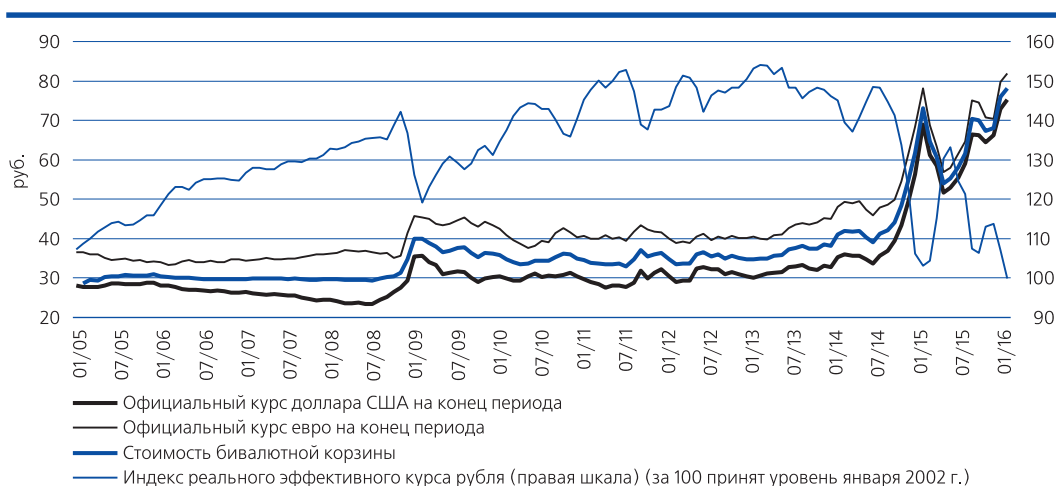
увеличилась на 4,3% – до 79,2 руб. 22 января официальный курс доллара достиг исторического максимума в 83,6 руб./долл. Январское ослабление рубля преимущественно связано с ухудшением ситуации на рынке нефти. Обесценение рубля в феврале по отношению к доллару на 0,1% – до 76,4 руб. обусловлено продолжающимся снижением цен на нефть. ■

**Рис. 5. Валютные интервенции Банка России и курс рубля к корзине валют в июле 2010 – январе 2016 гг.**



Источник: ЦБ РФ.

**Рис. 6. Показатели обменного курса рубля в январе 2005 – январе 2016 гг.**



Источник: ЦБ РФ.