Максим ОРЕШКИН,
руководитель аналитического департамента по России и СНГ,
Креди Агриколь Корпоративный и Инвестиционный Банк

ИПЦ НА ОТМЕТКЕ В 6.1% НА КОНЕЦ 2011 ГОДА ОКАЗАЛСЯ НИЖЕ БОЛЬШИНСТВА ПРОГНОЗОВ АНАЛИТИКОВ, А ПО ИТОГАМ ЯНВАРЯ 2012 ГОДА ОН И ВОВСЕ ПРОДЕМОНСТРИРОВАЛ МИНИМАЛЬНОЕ ЗНАЧЕНИЕ ЗА ВСЮ ИСТОРИЮ РОССИИ. В ТО ЖЕ ВРЕМЯ, БАНК РОССИИ В ЧЕТВЕРТОМ КВАРТАЛЕ ПРОШЛОГО ГОДА СУЩЕСТВЕННО УЖЕСТОЧИЛ СВОЮ МОНЕТАРНУЮ ПОЛИТИКУ. ГЛАВНЫЕ ВОПРОСЫ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ: СОХРАНИТСЯ ЛИ ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ ТРЕНД В 2012 ГОДУ И КАК НА ЭТО БУДЕТ РЕАГИРОВАТЬ БАНК РОССИИ?

2012 год: мягко, как в 2009, или жестко, как в 2011?

«ПРОДУКТОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ В НАСТУПИВШЕМ ГОДУ ПРОДОЛЖИТ ИГРАТЬ КЛЮЧЕВУЮ РОЛЬ ДЛЯ ОБЩЕГО ИПЦ»

ПРИЧИНЫ ДЕЗИНФЛЯЦИОННОГО ТРЕНДА ПОСЛЕДНЕГО ГОДА

Резкое снижение продовольственного ИПЦ было во многом ожидаемо и определялось высокой базой 2010 года. Сильная засуха к началу 2011 года загнала цены на отдельные виды товаров (плодоовощную продукцию, крупы и т.д.) на исторические максимумы, тем самым сделав неизбежным резкое замедление ИПЦ по продовольственным товарам с отметки в 14.2% в январе. Эффект был усилен на удивление хорошим урожаем сезона 2011 года. По итогам года был получен высокий урожай зерновых, сахарной свеклы (сделавший практически ненужным импорт сахара на ближайшие месяцы) и, самое главное, плодоовощной продукции, годовое изменение цен на которую совершило путешествие с +51.1% в январе до -24.7% в конце 2011 года. Если в январе прошлого года вклад продовольственного ИПЦ в общий ИПЦ составлял 5.5 п.п., то уже в декабре он составил 1.5 п.п., а по итогам января может составить и вовсе 1 п.п. Таким образом, снижение ИПЦ с отметки в 9.6% в январе до 6.1% в декабре было вызвано исключительно продовольствием, в то время как вклад других компонентов в динамику общего ИПЦ по итогам 2011 года даже подрос.

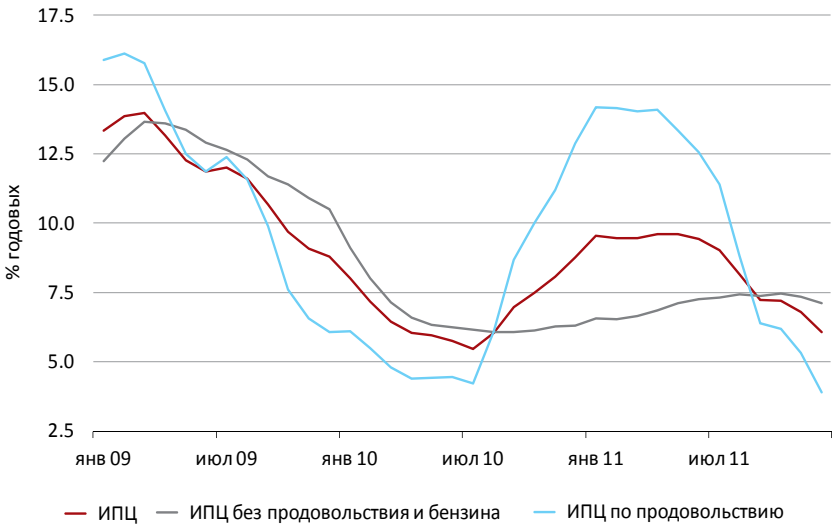
Однако наиболее интересные события происходили за пределами продовольственного сегмента. Ко всеобщему удивлению, в конце 2011 года мы стали свидетелями замедления темпов роста ИПЦ за вычетом продуктов питания и бензина: продемонстрировав локальный максимум в 7.5% в октябре, он снизился до уровня в 7.1% в декабре. Это изменение тренда тем удивительнее, что оно происходило на фоне следующих факторов:

– Быстрорастущий внутренний спрос (розничные продажи за второе полугодие выросли примерно на 10% в годовом выражении), который поддерживался начавшим перегреваться рынком труда (рост зарплат в конце года достиг максимальных значений в номинальном выражении с 2008 года) и резко выросшей кредитной активностью банковского сектора.

– Ослабление российского рубля, которое, по различным оценкам, должно было добавить от 1% до 3% к общему приросту ИПЦ.

Казалось бы, быстро увеличивающийся спрос на фоне медленно расту-

шего производства товаров и услуг и стабилизировавшегося объема импорта (стоимость которого выросла вслед за удешевлением российской валюты) должен был привести к ускорению, а не замедлению базовой инфляции, однако произошло обратное. Конечно, частично произошедшее можно связать с эффектом выборов: для снижения недовольства населения перед выборами региональные и федеральные власти пытаются сдержать рост цен. Пик такого сдерживания придется на январь-февраль текущего года: отсутствие традиционной индексации регулируемых тарифов в январе (и перенос их на июль), замороженные цены на бензин и электричество (в данном случае до марта) позволят общему ИПЦ достигнуть рекордно низкого за всю историю России уровня в 4.1–4.5% уже по итогам первого месяца нового года. Еще одной причиной замедления роста цен (и смягчения эффекта переноса) можно назвать тенденцию глобального замедления инфляции как в развитых, так и в развивающихся экономиках, которая проявилась в большей степени во второй половине прошлого года. Однако вряд ли эти два фактора могут полностью объяснить произошедшее — потребуется еще несколько месяцев, чтобы вновь поступающая информация и возможное уточнение отдельных статистических данных со стороны Госкомстата позволили полностью понять, что же произошло с динамикой цен на непродовольственные товары и услуги в конце 2011 – начале 2012 года на самом деле.



Источники: ФСГС РФ, Credit Agricole CIB

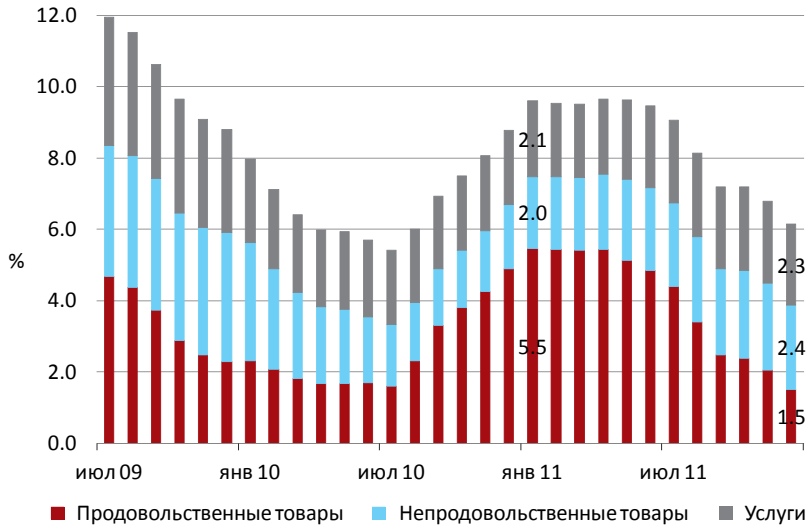
Рисунок 1
Динамика ИПЦ

НОВЫЙ ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ И УЖЕСТОЧЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ КОНЦА 2011 ГОДА

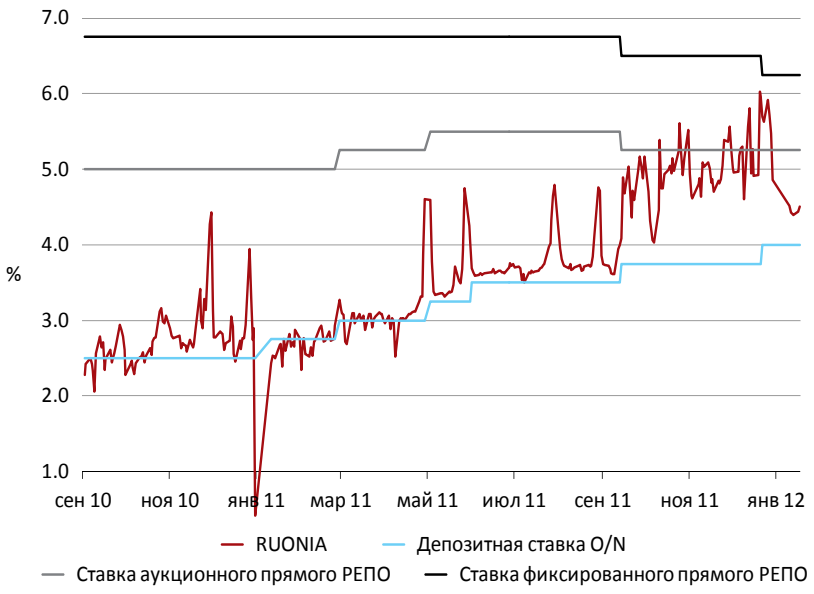
На фоне стабильно высокого уровня базовой инфляции Банк России ужесточал монетарную политику в течение всего 2011 года, причем пик ужесточения пришелся на четвертый квартал — период, когда базовая инфляция продемонстрировала первые признаки замедления. Ужесточения политики регулятор добивался через два основных инструмента: базовые процентные ставки, а также изменение уровня избыточных резервов банков и источников их формирования.

Что касается процентной политики, то здесь в 2011 году мы стали свидетелями роста процентной ставки с 2.5% до 4% по депозитным операциям, а также формирования нового коридора процентных ставок и его постепенного сужения. К концу 2011 года нижней границей процентного коридора по-прежнему являлась ставка по депозитным операциям Банка России, верхней же границей вслед за ограничением объема предоставляемой ликвидности через аукционное РЕПО (здесь также произошел сдвиг от операций овернайт к недельным операциям) стала ставка по операциям фиксированного РЕПО. Ставка аукционного РЕПО, таким образом, стала центральной ставкой процентного коридора (и, с большой вероятностью, в дальнейшем будет признана основной операционной ставкой Банка России). Год основные процентные ставки регулятора закончили на отметках в 4%, 5.25% и 6.25% соответственно. Мы ожидаем,

Рисунок 2
Рост цен на продовольствие, непродовольственные товары и услуги



Источники: ФСГС РФ, Credit Agricole CIB



Источники: Банк России, Cbonds, Credit Agricole CIB

Рисунок 3

Рост ставок из-за ужесточения ситуации с ликвидностью

что вскоре ширина процентного коридора будет сужена до 200 б.п., такой она и останется весь 2012 год.

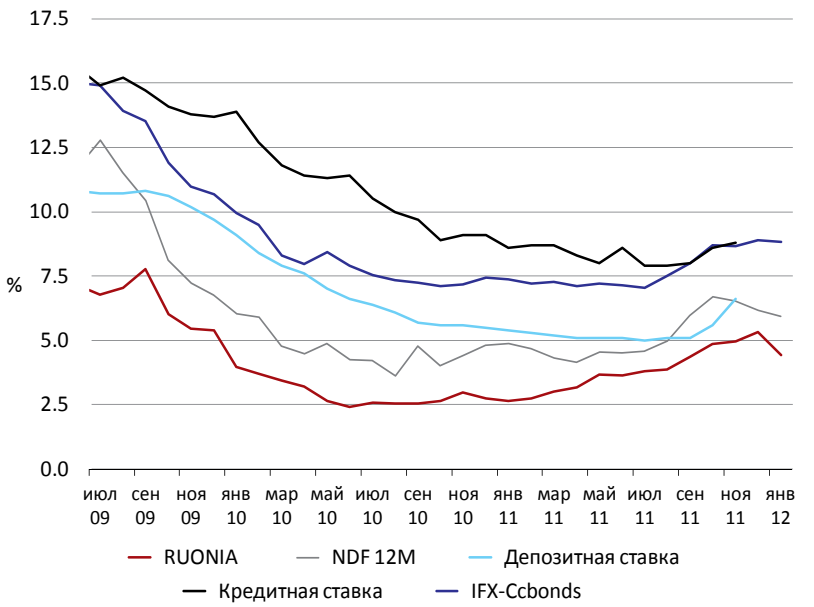
В течение прошлого года мы были свидетелями снижения объема избыточных резервов (благодаря абсорбированию ликвидности со стороны федерального бюджета, интервенциям Банка России на валютном рынке и росту спроса экономики на деньги) и усиления роли депозитов Минфина и операций РЕПО в структуре их формирования. Рост доли операций РЕПО в структуре резервов банковской системы и политика Банка России по ограничению объемов предоставляемых средств на аукционах прямого РЕПО осенью прошлого года способствовала резкому росту ставок денежного рынка. В итоге RUONIA с 2.6% в среднем в январе 2011 года поднялась до 3.9% в августе и 5.3% в декабре. Таким образом, рост ставок денежного рынка в последние четыре месяца года оказался более сильным, чем в первой части года.

> РЕАЛЬНОЕ УЖЕСТОЧЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ НАЧАЛОСЬ ТОЛЬКО В ЧЕТВЕРТОМ КВАРТАЛЕ ПРОШЛОГО ГОДА, И ЭФФЕКТ, КОТОРЫЙ ОНО ОКАЖЕТ НА ЭКОНОМИКУ, НАЧНЕТ ОЩУЩАТЬСЯ ТОЛЬКО В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ ТЕКУЩЕГО ГОДА

Стоит отметить, что реальное ужесточение монетарной политики началось только в четвертом квартале прошлого года, и эффект, который оно окажет на реальную экономику, начнет ощущаться только в первом полугодии текущего года. Средние ставки банковской системы по кредитам и депозитам в течение 2011 года практически не реагировали на плавное повышение ставки по депозитным операциям Банка России, и только значительное снижение уровня избыточных резервов спровоцировало начало процесса роста процентных ставок в реальной экономике.

Рисунок 3

Динамика ключевых ставок денежного рынка



Источники: Банк России, Cbonds, Credit Agricole CIB

ЧТО ЖДАТЬ ОТ 2012 ГОДА?

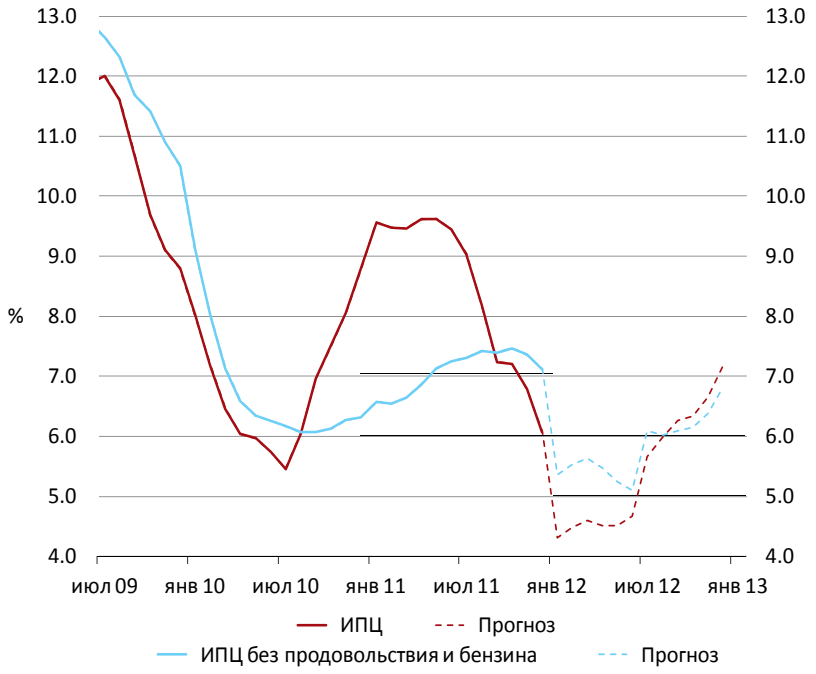
Продуктовая инфляция в наступившем году продолжит играть ключевую роль для общего ИПЦ. Эффект высокой базы, который мы наблюдали в прошлом году, будет замешен эффектом низкой базы, так как в 2012 году мы ожидаем более скромного урожая плодоовощной продукции. В итоге, достигнув минимума в январе на уровне 2.5–2.9%, ИПЦ по продовольствию начнет восстанавливаться и к концу года должен достигнуть уровня ИПЦ без учета продовольствия и бензина. Определенную сдерживающую роль для продовольственной инфляции будет играть ситуация на мировом продовольственном рынке, где в последние месяцы наблюдается остановка роста цен на мясо, что контрастирует с ситуацией быстрого роста прошлого года.

Динамика базовой инфляции в наступившем году представляет наибольший интерес. Игры с регулируемыми тарифами, ценами на бензин и электричество поспособствуют существенному искажению динамики ИПЦ без учета продовольствия и бензина. В итоге минимальная продовольственная инфляция и резко снизившаяся базовая инфляция в январе поспособствуют достижению общим ИПЦ рекордно низкого за всю российскую историю уровня в 4.1–4.5%. Однако сначала в марте, а затем в июле мы станем свидетелями двух скачков вверх в базовой инфляции, которые вернут ее к неискаженному уровню.

По итогам года мы ожидаем в целом стабильного ИПЦ без продовольствия и бензина. Увеличение заработных плат в экономике, слегка замедляющийся, но все еще быстрый рост кредитования смогут переломить тренд последних месяцев на снижение данного показателя. Мы также ожидаем существенного ослабления российского рубля, которое начнется во втором квартале и продолжится во втором полугодии. Причиной этого станет серьезное снижение нефтяных котировок (ниже отметки в $85 за баррель в четвертом квартале). С учетом восстановления ИПЦ по продовольствию по итогам года мы ожидаем роста общего ИПЦ до уровня 7.2%.

На этом фоне Банк России, вероятно, сохранит монетарную политику, являющуюся логичным продолжением прошлогодней. Регулятор будет по-прежнему поддерживать избыточные резервы банковской системы на низком уровне, а в структуре их формирования значимую роль продолжат играть операции прямого РЕПО. В начале года Банк России, оценивая влияние жесткой монетарной политики на реальную экономику, не станет предпринимать резких шагов: по итогам февраля-марта мы ожидаем сужения процентного коридора до 2 п.п. Оно, скорее всего, произойдет за счет снижения ставок по аукционному и фиксированному РЕПО. Однако уже в конце мая вслед за ростом общего ИПЦ, ускорением темпов годового роста денежной массы, сохраняющимися высокими темпами роста внутреннего спроса и банковского кредитования, а также возобновлением тенденции к ослаблению рубля Банк России вновь вернется к ужесточению монетарной политики. Мы ожидаем, что 2012 год процентный коридор Банка России закончит год на уровне 6–8%. Ставка RUONIA в среднем за год достигнет уровня в 5.8% против 3.8% в 2011 году.

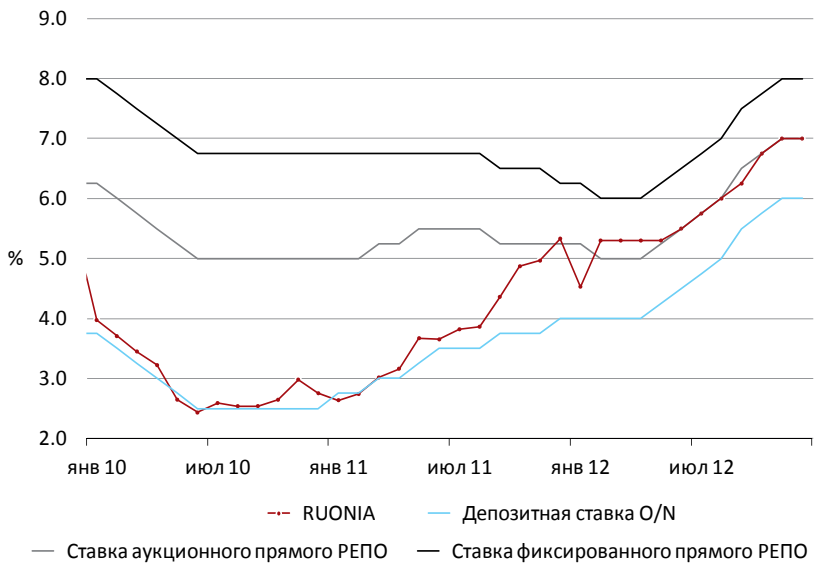
«РЕГУЛЯТОР БУДЕТ ПО-ПРЕЖНЕМУ ПОДДЕРЖИВАТЬ ИЗБЫТОЧНЫЕ РЕЗЕРВЫ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ НА НИЗКОМ УРОВНЕ, А В СТРУКТУРЕ ИХ ФОРМИРОВАНИЯ ЗНАЧИМУЮ РОЛЬ ПРОДОЛЖАТ ИГРАТЬ ОПЕРАЦИИ ПРЯМОГО РЕПО»



Источники: ФСГС РФ, Credit Agricole CIB

Рисунок 5

Прогноз по динамике ИПЦ



Источники: ФСГС РФ, Credit Agricole CIB

Рисунок 6

Прогнозные значения ключевых ставок денежного рынка