

# Макроэкономика

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ИНФЛЯЦИЯ: ИТОГИ 2020 г.

**А. В. БОЖЕЧКОВА**  
**П. В. ТРУНИН**

По итогам 2020 г. в кризисных условиях инфляция ускорилась до 4,9%, превысив целевой ориентир ЦБ РФ на 0,9 п.п. В первой половине 2020 г. в результате масштабного снижения потребительского спроса инфляция находилась ниже целевого ориентира. Во второй половине года влияние проинфляционных факторов усилилось. После поэтапного снижения ключевой ставки с 6,25% годовых в январе 2020 г. до 4,25% годовых в июле 2020 г. Банк России приостановил смягчение монетарной политики. В первой половине 2021 г. ускорение инфляции продолжится, однако, по нашим оценкам, к концу года она окажется вблизи целевого ориентира Банка России.

**Ключевые слова:** инфляция, денежно-кредитная политика, ключевая ставка, отток капитала, Банк России.

По итогам 2020 г. инфляция составила 4,9% (3,0% в 2019 г.), превысив целевой ориентир ЦБ РФ на 0,9 п.п. Потребительская инфляция в 2020 г. формировалась под воздействием комплекса различных факторов. Несмотря на некоторое ускорение темпа роста цен в марте-апреле 2020 г., инфляция в годовом выражении (за предыдущие 12 месяцев) в марте и

апреле 2020 г. составила 2,5 и 3,1% соответственно, оставаясь существенно ниже целевого уровня. (См. рисунок.) Это позволило Банку России осуществить значительное смягчение монетарной политики. Так, 27 апреля ключевая ставка была снижена на 0,5 п.п., до 5,5% годовых, 22 июня — на 1 п.п., до 4,5% годовых и 27 июля — на 0,25 п.п., до 4,25%

### Инфляция в 2000–2020 гг., в % к соответствующему месяцу предыдущего года



Источник: Росстат.

Божечкова Александра Викторовна, заведующий лабораторией денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: bojeshkova@ier.ru; Трунин Павел Вячеславович, руководитель Научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; директор Центра изучения проблем центральных банков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук (Москва), e-mail: pt@ier.ru

годовых, что соответствует историческому минимуму.

В сентябре-декабре 2020 г., на фоне действия проинфляционных факторов, включая новое ослабление рубля, восстановление потребительского спроса и рост инфляционных ожиданий, ЦБ РФ приостановил смягчение монетарной политики, сохранив ключевую ставку на неизменном уровне в условиях ускорения инфляции с 3,6% в августе до 4,9% годовых в декабре 2020 г.

Продовольственная инфляция после увеличения в марте и апреле 2020 г. до 1,0 и 1,7% в месяц соответственно вследствие роста спроса на продукты первой необходимости замедлилась до 0,2% в мае и июне. В июле-сентябре 2020 г. в секторе продовольственных товаров наблюдалась сезонная дефляция. Осенью в условиях роста мировых цен на продовольствие российские продовольственные товары подорожали. Лидерами роста цен на мировом и на российском рынках оказались сахар (в России — +64,5% в декабре 2020 г. к декабрю 2019 г.) и подсолнечное масло (+25,9%). В результате по итогам года продовольственная инфляция в годовом выражении составила 6,7% (по сравнению с 2,6% в декабре 2019 г. к декабрю 2018 г.).

В ситуации столь значительного подорожания ряда социально значимых продуктов Правительство РФ в декабре 2020 г. приняло решение заморозить цены на сахар и подсолнечное масло на уровне 45 руб./кг и 100 руб./л с января по март 2021 г. По нашим оценкам, эта мера вряд ли существенно повлияет на ценовую динамику, так как она была принята уже после существенного подорожания данных товаров.

Непродовольственная инфляция в годовом выражении выросла с 2,4% в феврале 2020 г. до 4,8% в декабре 2020 г. (3,0% в декабре 2019 г. к декабрю 2018 г.), что было в основном обусловлено ослаблением рубля, а также восстановлением потребительского спроса после снятия карантинных ограничений.

Платные услуги населению по итогам 2020 г. подорожали лишь на 2,7% (3,8% по итогам 2019 г.), так как именно этот сектор столкнулся с самым значительным падением спроса в результате карантинных ограничений. При этом достаточно быстро росли цены на медицинские (+4,3%) и санаторно-оздоровительные (+3,8%) услуги, что объяснялось расширением спроса на них в условиях пандемии. В секторе зарубежного туризма, напротив, наблюдалась дефляция (-0,4% по итогам года).

Таким образом, базовая инфляция (без учета цен, связанных с сезонными и административными факторами) стабильно росла и достигла 4,2%.

Ключевым фактором понижающего давления на потребительские цены в 2020 г. оказалось сжатие спроса, связанное с падением реальных доходов населения, которое в среднем за январь-сентябрь 2020 г. по отношению к аналогичному периоду предыдущего года достигло 3,5% (+0,4% в январе-сентябре 2019 г. к январю-сентябрю 2018 г.). В результате значительно (в среднем за январь-ноябрь 2020 г. на 4,5% по отношению к аналогичному периоду прошлого года) сократился розничный товарооборот (+1,9% в январе-ноябре 2019 г. к январю-ноябрю 2018 г.).

Ускорению инфляции способствовало ослабление рубля — за 2020 г. курс рубля к доллару снизился на 19,3%, до 73,9 руб./долл. Первый пиковый эпизод ослабления пришелся на март 2020 г. (16%) и был преимущественно связан с резким падением цен на нефть. Второй пик ослабления курса наблюдался в сентябре 2020 г. (6,8%). Он был обусловлен усилением геополитических рисков, а также снижением привлекательности российских ОФЗ для нерезидентов в условиях снижения ключевой ставки и падения интереса инвесторов к активам развивающихся стран в ситуации глобальной неопределенности. В ноябре-декабре 2020 г. рубль укрепился на 6,9% по отношению к октябрю 2020 г. К концу года фундаментально обоснованный курс рубля к доллару составил 68–69 руб., что означает его

недооценку на 7–9%<sup>1</sup>. По нашим оценкам, в течение 2021 г. рубль может укрепиться до этого уровня, но только при отсутствии новых экономических и геополитических шоков.

Ускорение инфляции в России объяснялось также ростом мировых цен на продовольствие в результате сокращения предложения. Индекс продовольственных цен вырос с 91% в мае 2020 г. до 107,5% в декабре. За июнь-декабрь 2020 г. мировые цены на молочные продукты повысились на 10,7%, на зерно – на 19,6%, на растительные масла – на 47,3%, на сахар – на 16,2%<sup>2</sup>.

Быстрое увеличение цен на продовольственные и непродовольственные товары привело к усилению инфляционных ожиданий населения и предприятий. Первая волна такого усиления наблюдалась в марте-апреле 2020 г.; в мае-июле баланс ответов предприятий и населения, по данным «инФОМ», стал указывать на снижение ожидаемой ценовой динамики. Однако начиная с августа инфляционные ожидания населения вновь стали расти и в декабре 2020 г. дос-

тигли 11,5% по сравнению с 9% в декабре 2019 г. Баланс ответов предприятий также значительно сместился в сторону роста ожидаемой ценовой динамики – с 8,3 п.п. в январе 2020 г. до 19 п.п. в декабре в результате ослабления рубля и роста издержек. Усиление инфляционных ожиданий будет способствовать сохранению повышенной инфляции в начале 2021 г. За первые 11 дней 2021 г. инфляция составила 0,4%, что примерно соответствует уровню 2020 г., когда в период с 1 по 9 января данный показатель составил 0,3% (0,4% в январе 2020 г. по отношению к декабрю 2019 г.).

Таким образом, реализуемая Банком России в 2020 г. монетарная политика в целом оказалась эффективной. По нашим оценкам, по итогам 2021 г. инфляция с высокой вероятностью окажется вблизи целевого уровня. Если этот прогноз оправдается, Банк России сможет осуществить переход от мягкой к нейтральной денежно-кредитной политике, которой соответствует реальная ключевая ставка на уровне 1–2% годовых. ■

## Monetary Policy and Inflation Rate: the Outcome of 2020

**Alexandra V. Bozhechkova** – Head of Monetary Policy Department of the Gaidar Institute; Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: bojchekova@iep.ru

**Pavel V. Trunin** – Head of Center for Macroeconomics and Finance of the Gaidar Institute; Director of Center for Central Banks Studies of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: pt@iep.ru

*Based on the results of 2020, amid crisis conditions the inflation rate sped up to 4.9%, an increase of 0.9 p.p. over the Russian Central Bank's inflation target. In H1 2020, on the back of a large-scale reduction in consumer demand the inflation rate was below the target. In H2, proinflationary factors picked up. After gradual reduction in the key interest rate from 6.25% in January 2020 to 4.25% per annum in July 2020, the Central Bank of Russia suspended the easing of the monetary policy. In H1 2021, the inflation rate will keep speeding up, however, by our estimates, it will be close to the Bank of Russia inflation target by the year-end.*

**Key words:** inflation, monetary policy, key rate, capital outflow, Bank of Russia.

<sup>1</sup> Подробнее см.: Божечкова А.В., Синельников-Мурылев С.Г., Трунин П.В. Факторы динамики обменного курса рубля в 2000-е и 2010-е годы // Вопросы экономики. 2020. № 8. С. 1–18. Отметим, что 12 января текущего года журнал The Economist опубликовал очередные оценки своего индекса Биг-мака, в соответствии с которым рубль традиционно оказался сильно недооцененным, что также, помимо относительной дешевизны услуг и неторгуемых товаров в РФ, отражает геополитическую премию в курсе рубля.

<sup>2</sup> Данные Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН.