

БАНК РОССИИ ПРОДОЛЖИЛ УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

А. В. БОЖЕЧКОВА
П. В. ТРУНИН

На сентябрьском заседании Совета директоров ЦБ РФ принял решение об ужесточении денежно-кредитной политики. Ключевая ставка была увеличена на 0,25 п.п. — до 6,75% годовых, что является максимальным значением с декабря 2019 г. Это обусловлено ускорением инфляции вследствие расширения спроса в условиях сохраняющихся проблем с предложением товаров и услуг, а также повышением мировых цен. По итогам августа 2021 г. инфляция в годовом выражении достигла 6,7%, приблизившись к рекордным значениям за последние пять лет. По нашим оценкам, инфляция в текущем году окажется не ниже 6%, что говорит о возможном продолжении ужесточения денежно-кредитной политики.

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

JEL: E31, E52, F31.

10 сентября 2021 г. по итогам заседания Совета директоров Банка России было принято решение о повышении ключевой ставки на 0,25 п.п. — до 6,75% годовых, что является максимальным значением с декабря 2019 г. Это уже пятое повышение ключевой ставки за текущий год после того, как в марте она была увеличена на 0,25 п.п. — до 4,5% годовых, в апреле и июне — по 0,5 п.п. — до 5,5% годовых, в июле — на

1 п.п. — до 6,5% годовых. Это решение связано с действием устойчивых проинфляционных факторов в условиях быстрого расширения спроса при ограниченных возможностях наращивания предложения многих товаров.

Сентябрьское повышение ключевой ставки оказалось минимальным (на 0,25 п.п.) в отличие от резкого июльского шага в 1 п.п., что, по всей видимости, свидетельствует о постепен-

Рис. 1. Инфляция в 2000–2021 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

ном приближении к пику цикла повышения ставок, который может быть достигнут уже в текущем году. Продолжение ужесточения монетарной политики было обоснованным: по итогам августа инфляция (ИПЦ) выросла к августу предыдущего года до 6,7% (3,6% в августе 2020 г., 4,3% в августе 2019 г.), превысив целевой ориентир ЦБ РФ, составляющий 4% в аналогичном измерении, на 2,7 п.п. и приблизившись к рекордным значениям за последние пять лет (6,9% в августе 2016 г. к августу 2015 г.). (См. рис. 1.) Отметим, что ускорение инфляции наблюдается в большинстве стран мира и вызвано быстрым восстановлением совокупного спроса, дополнительно стимулируемым государственными мерами поддержки, при сохраняющихся проблемах с совокупным предложением из-за пандемии.

Об устойчивом характере инфляционных процессов свидетельствует и динамика базовой инфляции (без учета цен, связанных с сезонными и административными факторами). Так, в период с января по август 2021 г. она непрерывно увеличивалась с 4,6% (в январе 2021 г. к январю 2020 г.) до 7,1% (в августе 2021 г. к августу 2020 г.) (3,1% в августе 2020 г. к августу 2019 г., 4,3% в августе 2019 г. к августу 2018 г.).

За август 2021 г. потребительские цены выросли на 0,17%, несмотря на сезонную дефляцию на продовольственные товары, достигшую -0,51% (-0,77% в августе 2020 г.). Наибольший вклад в замедление инфляции внесло снижение цен на плодоовощную продукцию (-8,39% в августе 2021 г. против -8,30% в августе 2020 г.).

Рост цен на непродовольственные товары в августе текущего года достиг 0,8% (0,4% в августе 2020 г.). По мере активного расширения спроса на непродовольственные товары быстрее всего за месяц подорожали телерадиотовары (2,2% в августе 2021 г. против 0,1% в августе 2020 г.), электротовары и другие бы-

товые приборы (соответственно 0,8 и 0,4%), автомобильный бензин (соответственно 1,4 и 0,3%).

Платные услуги населению за август подорожали на 0,32% (0,37% в августе 2020 г.). При этом достаточно быстро росли цены на гостиничные услуги (+3,4%) и услуги пассажирского транспорта (+2,1%), что объясняется сезонным ростом спроса на подобные услуги и ограничениями на зарубежные поездки.

Ключевым проинфляционным фактором остается быстрое восстановление потребительского спроса по сравнению с возможностями наращивания выпуска. Так, темпы прироста розничного товарооборота в июле 2021 г. к июлю 2020 г. достигли 4,7% против -0,5% в июле 2020 г. к июлю 2019 г. и +1,5% в июле 2019 г. к июлю 2018 г. Темпы прироста реальной заработной платы населения существенно увеличились и в июле 2021 г. составили 4,9% относительно июля 2020 г. (0,6% в июле 2020 г. к июлю 2019 г., 2,9% в июле 2019 г. к июлю 2018 г.). По оценкам Сбериндекса¹, в августе 2021 г. потребительские расходы населения выросли в номинальном выражении на 16,2% по сравнению с августом 2020 г. (0,4% в августе 2020 г. к августу 2019 г.), в том числе в результате единовременных выплат родителям школьников в размере 10 тыс. руб.

Ускорению инфляции в РФ способствует рост мировых цен на большинство товаров и услуг. Так, за период с января по август 2021 г. мировые цены на удобрения повысились на 65,9%, на металлы – на 19,5%, на минеральное сырье – на 23,3%, на энергоресурсы – на 51,9%². Индекс продовольственных цен вырос со 108,5% в декабре 2020 г. до 127,4% в августе 2021 г. За январь-август 2021 г. мировые цены на мясо увеличились на 18,7%, на зерно – на 12%, на сахар – на 37,9%, на растительные масла – на 26,4%³.

Рост инфляции наблюдается и в развитых, и в развивающихся странах. За период с янва-

¹ URL: <https://sberindex.ru/>

² URL: <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>

³ Данные Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН. URL: <http://www.fao.org/>

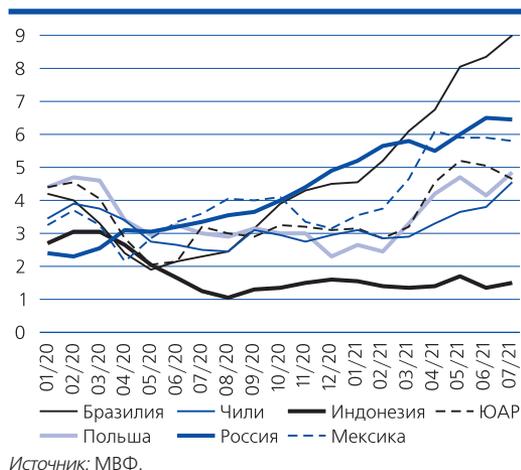
ря по август 2021 г. инфляция (измеренная индексом потребительских цен по отношению к аналогичному месяцу предыдущего года) увеличилась в США с 1,4 до 5,3%, в Германии — с 1 до 3,9%, в Канаде — с 1 до 4,1%. Повышение инфляции характерно для развивающихся стран, таргетирующих ее: в Бразилии она выросла с 4,6 до 9,7%, в ЮАР — с 3,2 до 4,6%, в Польше — с 2,6 до 5,5%. (См. рис. 2 и 3.)

По данным опроса ООО «ИнФОМ», в августе текущего года инфляционные ожидания в России снизились на 0,9 п.п. — до 12,5%. Они продолжают находиться на устойчиво высоком уровне вблизи многолетних максимумов. По данным мониторинга, проведенного Банком России⁴, баланс ответов предприятий по поводу ожидаемой ценовой динамики увеличился с 25,3 п.п. в июле 2021 г. до 25,9 п.п. в августе 2021 г., оставаясь выше максимумов 2019–2020 гг. Причиной усиления ценовых

ожиданий предприятий, согласно отчету «ИнФОМ», остается рост издержек.

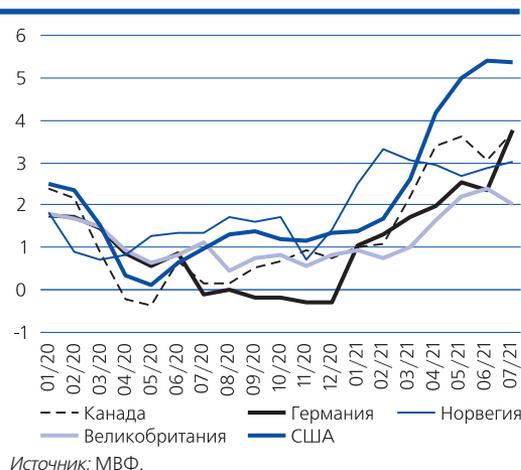
Некоторое снижение инфляционных ожиданий населения в августе могло быть связано с укреплением рубля летом. В условиях стабильной ситуации на валютном рынке в летние месяцы курс рубля находился вблизи своих фундаментально обоснованных значений⁵. Отметим, что функционирующее в России бюджетное правило препятствует укреплению рубля в период благоприятной конъюнктуры мирового рынка нефти и сдерживает его обесценение в условиях падения цены на нефть ниже цены отсечения. По итогам августа курс рубля составил 73,57 руб./долл. Поддержку рублю оказывают стабильно высокая цена на нефть в условиях восстановления мировой экономики, повышение ключевой ставки Банка России и рост привлекательности российских активов.

Рис. 2. Инфляция в 2020–2021 гг. в ряде развивающихся стран, в % к соответствующему месяцу предыдущего года



Источник: МВФ.

Рис. 3. Инфляция в 2020–2021 гг. в ряде развитых стран, в % к соответствующему месяцу предыдущего года



Источник: МВФ.

⁴ URL: http://www.cbr.ru/statistics/ddkp/price_expectations/

⁵ Оценки получены на основе модели номинального валютного курса, учитывающей в качестве факторов цены на нефть, дифференциал ставок процента в России и за рубежом, индекс волатильности на финансовых рынках Vix, а также дамми-переменную на валютные интервенции Минфина России (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. / Bozhechkova A.V., Sinelnikov-Murylev S.G., Trunin P.V. Factors of the ruble exchange rate dynamics in the 2000-s and 2010-s // Voprosy Ekonomiki. 2020. No. 8. Pp. 1–18).

Мы полагаем, что принятое 10 сентября Банком России решение о повышении ключевой ставки, а также сигнал о высокой вероятности ее дальнейшего повышения на ближайших заседаниях будут способствовать снижению уровня инфляции и инфляционных ожиданий уже осенью. Тем не менее, учитывая действие проинфляционных факторов, инфляция еще продолжительное время будет нахо-

диться выше целевого ориентира в 4%. В условиях ужесточения денежно-кредитной политики годовая инфляция начнет снижаться в четвертом квартале текущего года и будет постепенно возвращаться к целевому уровню в 2022–2023 гг. По нашим оценкам, по итогам 2021 г. инфляция в России окажется не ниже 6% (декабрь 2021 г. к декабрю 2020 г.), а ключевая ставка — не ниже 7% годовых. ■

Bank of Russia Keeps Tightening the Monetary Policy

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

Pavel V. Trunin — Head of Center for Macroeconomics and Finance of the Gaidar Institute for Economic Policy; 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

In September, the Central Bank of Russia's Board of Directors took a decision to tighten the monetary policy. The key interest rate was raised by 0.25 p.p. to 6.75% per annum, the maximum value since December 2019. Such an increase was substantiated by intensified inflationary pressures on the back of expansion of demand amid existing problems related to supply of goods and services, as well appreciation of global prices. From results for August 2021, year-on-year inflation amounted to 6.7%, close to the 5-year heights. In our opinion, in 2021 the inflation rate is going to be equal to over 6% and this suggests further tightening of the monetary policy.

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

JEL-codes: E31, E52, F31.