

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ИНФЛЯЦИЯ В ИЮЛЕ 2022 г.**Ю. Н. ПЕРЕВЫШИН**
П. В. ТРУНИН

Банк России по итогам заседания 22 июля 2022 г. снизил ключевую ставку сразу на 150 б.п. — до 8% годовых, тогда как большинство аналитиков ожидали снижения ставки на 50 б.п. Такое решение было обусловлено замедлением текущей инфляции, снижением инфляционных ожиданий населения и бизнеса, а также слабым потребительским спросом. Банк России ужесточил сигнал о дальнейшей динамике ключевой ставки по сравнению с прошлым пресс-релизом, однако сигнал по-прежнему остается достаточно умеренным, что указывает на продолжение цикла смягчения монетарной политики во втором полугодии текущего года. Обновленный диапазон среднего значения ключевой ставки на 2022 г. допускает ее снижение к концу года до 6,5% годовых.

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

JEL: E31, E52, F31.

22 июля 2022 г. Совет директоров Банка России принял решение снизить ключевую ставку на 150 б.п. — до 8% годовых, что на 50 б.п. ниже, чем в конце декабря 2021 г. Таким образом, начиная с апреля текущего года ключевая ставка уже снижена на 12 п.п. с рекордного уровня в 20%, установленного на внеочередном заседании ЦБ РФ 28 февраля. Банк России изменил ключевую ставку значительно, чем ожидали аналитики (консенсус-прогноз предполагал ее снижение на 50 б.п. — до 9% годовых¹), что привело к росту цен облигаций на рынке внутреннего государственного долга и сдвигу вниз кривой их доходности на 15–30 б.п.

Принятое решение обусловлено замедлением текущей и прогнозируемой инфляции (прогноз инфляции на конец 2022 г. снижен до 12–15%, а также существенно понижен прогноз по средней инфляции на 2023 г. — до 4,3–7,5% по сравнению с 6,8–10,4% по итогам апрельского заседания Центробанка), сокращением потребительского спроса и ослаблением инфляционных ожиданий. Банк России ужесточил сигнал о дальнейшей динамике ключевой ставки по сравнению с прошлым

пресс-релизом, однако сигнал остался достаточно умеренным, что позволяет ожидать продолжения цикла смягчения монетарной политики во втором полугодии 2022 г. Обновленный диапазон среднего значения ключевой ставки в 2022 г. (10,5–10,8%) допускает ее понижение к концу года до 6,5% годовых.

Банк России улучшил прогноз по динамике ВВП на текущий год (теперь предполагается спад показателя на 6–4% вместо падения на 10–8%, прогнозировавшегося в апреле), отметив, что снижение деловой активности происходит медленнее, чем предполагалось ранее. Однако прогноз по росту ВВП на 2023 г. был ухудшен на 1 п.п. (теперь прогнозируется его падение на 1–4%). Основной вклад в снижение ВВП в текущем году внесет сокращение потребительского спроса и экспорта, а в 2023 г. спад ВВП будет обусловлен падением инвестиционного спроса и продолжающимся сжатием экспорта.

По сравнению с апрельским прогнозом среднее значение инфляции на 2023 г. понижено на 2,5–2,9 п.п. (с 6,8–10,4 до 4,3–7,5%), а диапазон ключевой ставки на 2023 г. пересмотрен вниз на 2,5 п.п. (с 9–11 до 6,5–8,5%

Перевышин Юрий Николаевич, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент (Москва), e-mail: perevyshin-yn@ranepa.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@iep.ru

¹ URL: <https://www.interfax.ru/business/853153>

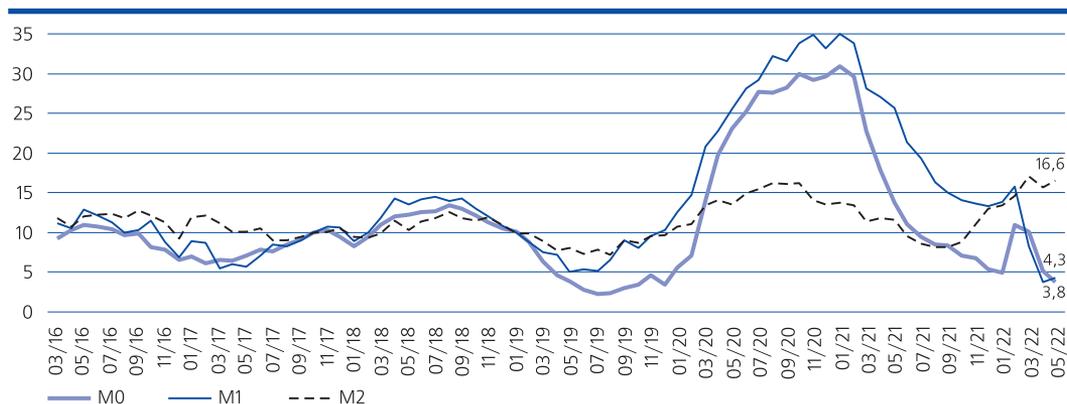
годовых). Таким образом, ожидаемый регулятором в следующем году уровень реальных ставок процента в среднем стал выше. Однако, несмотря на это, Банк России по-прежнему прогнозирует возвращение инфляции к цели в 4% не ранее 2024 г.

В части показателей денежно-кредитной сферы Центробанк повысил прогноз по росту денежного агрегата М2 в 2022 г. на 2 п.п. — до 12–17%. Верхняя граница прогнозного диапазона близка к годовым темпам роста денежной массы в национальном определении, наблюдавшимся в апреле–мае (15,7–16,6%). (См. рис. 1.) Основной вклад в прирост денежной массы (по компонентам) обеспечил рост срочных депозитов населения и организаций, обусловленный привлекательными процентными ставками. При этом динамика менее доходных денежных агрегатов М1 и М0 носила ярко выраженный нисходящий характер. На стороне источников формирования денежной массы в апреле–мае наблюдались снижение требований к населению (суммарно за два месяца — на 281 млрд руб.), а также замедление роста требований к другим финансовым и нефинансовым организациям (на 2,2 трлн

руб., что отчасти объясняется укреплением рубля, так как некоторые требования номинированы в иностранной валюте). Сжатие кредита экономике стало одним из факторов более агрессивного, чем ожидали рыночные аналитики, снижения ключевой ставки в июле. Несмотря на это, Банк России существенно улучшил прогноз по росту требований банковской системы к организациям и населению по сравнению с апрельским прогнозом. Таким образом, можно ожидать оживления кредитования во втором полугодии, о чем свидетельствуют оперативные данные за июнь и начало июля².

По итогам июня 2022 г. инфляция в России за предыдущие 12 месяцев снизилась до 15,9% (после многолетнего максимума в 17,8% в апреле 2022 г.). Кроме того, в июне было зафиксировано снижение общего уровня потребительских цен на 0,35%. (См. рис. 2.) Ранее дефляция в российской экономике по итогам июня никогда не фиксировалась. С устранением сезонности³ потребительская инфляция в июне соответствовала уровню 0,04% к предыдущему месяцу, или 0,4% в аннуализированном представлении⁴. При этом базовая ин-

Рис. 1. Динамика денежных агрегатов в 2016–2022 гг., в % к соответствующему месяцу предыдущего года



Источник: Банк России.

² URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=13973>

³ Сезонное сглаживание инфляции выполнено в программе R с использованием пакета seasonal.

⁴ Инфляция за месяц, возведенная в степень 12.

фляция по итогам июня осталась положительной, составив 0,18% месяц к месяцу.

Следовательно, основной причиной замедления общей инфляции стала динамика цен на регулируемые и волатильные ее компоненты (практически 10%-ное снижение цен на плодоовощную продукцию, дешевеющий уже четыре месяца подряд бензин, околонулевая динамика цен на коммунальные услуги). Об этом же свидетельствует расширяющийся спред между общей и базовой инфляцией, измеренный в годовом выражении. (См. рис. 2.) В июне базовая инфляция⁵ снизилась лишь до 19,2% к тому же месяцу предыдущего года (после многолетнего максимума в 20,4% в годовом выражении в апреле).

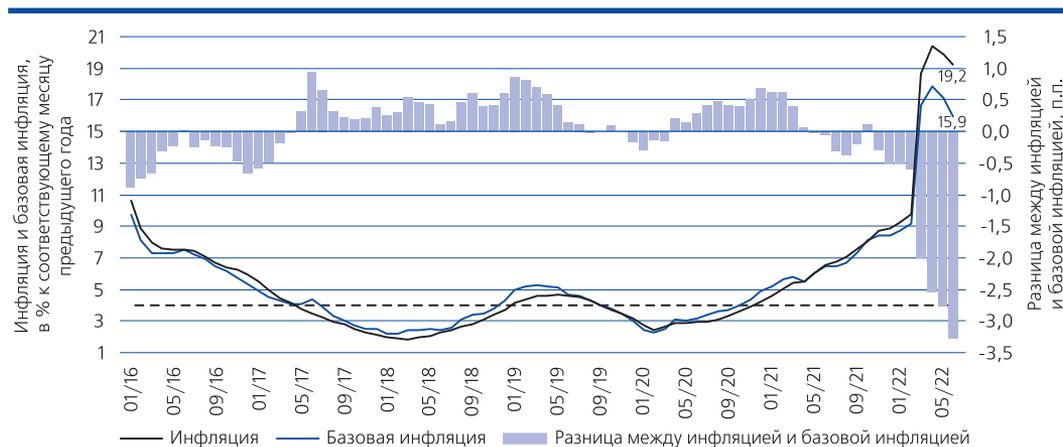
Одним из факторов замедления инфляции во втором квартале 2022 г. стало укрепление рубля и перенос его в цены (в этот период номинальный эффективный валютный курс рубля укрепился относительно первого квартала 2022 г. на 33,8%, а по итогам первого полугодия 2022 г. на 8,1% превысил значение того же периода предыдущего года). (См. рис. 3.) Этот фактор продолжит оказывать дезинфляцион-

ное влияние в третьем квартале текущего года из-за лаговых эффектов переноса курса в цены.

Важной причиной замедления инфляции во втором квартале стало падение потребительского спроса (согласно данным Росстата⁶ сокращение оборота розничной торговли в апреле в годовом выражении достигло 9,8%, в мае – 10,1%). Такая динамика потребительской активности ограничивает возможности переноса издержек продавцов в цены готовой продукции.

На замедление инфляции также повлияло снижение инфляционных ожиданий населения, бизнеса и аналитиков. Так, инфляционные ожидания населения на год вперед в апреле-июне текущего года составляли в среднем 12,1% – на 6,2 п.п. ниже, чем в марте, а в июле снизились до 10,8%, вернувшись к уровням начала 2021 г.⁷ Тем не менее ожидания населения относительно будущей динамики цен остаются на повышенном уровне, отклоняясь от диапазона 8–10%, в котором они находились в период низкой инфляции 2018–2019 гг.

Рис. 2. Динамика общей и базовой инфляции в 2016–2022 гг.



Источник: Росстат.

⁵ Без учета цен, связанных с сезонными и административными факторами.

⁶ URL: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-05-2022.pdf>

⁷ URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42194/Infl_exp_22-07.pdf

Согласно данным мониторинга Банка России ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед в июне снизились до 5,5%, в июле снижение продолжилось до 4,4%, что соответствует уровням середины 2021 г. Профессиональные аналитики в июне также понизили прогноз инфляции на конец 2022 г. с 22 до 17%, а в июле прогноз снизился еще на 2 п.п. – до 15%.

Несмотря на значительный вклад макроэкономических факторов, основной детерминантой замедления инфляции в мае-июне 2022 г. стала коррекция цен на товары и услуги после их резкого роста в марте. О продолжении этого процесса свидетельствуют оперативные данные по недельной динамике цен в июле. Так, несмотря на индексацию тарифов ЖКХ, произошедшую в начале июля, Росстат сообщил о том, что за первые 15 дней этого месяца потребительские цены не изменились⁸, а по оценкам Минэкономразвития России, годовая инфляция на 15 июля замедлилась до 15,4%⁹. Вполне возможно, что вслед за снижением потребительских цен в июне последует и июльская дефляция.

По компонентам индекса потребительских цен наибольший вклад в июньскую дефляцию внесли продовольственные товары (примерно -0,42 п.п.), в основном за счет снижения цен на плодоовощную продукцию ввиду хорошего урожая 2022 г. и укрепления рубля.

В непродовольственных товарах по итогам июня также фиксировалась дефляция (вклад в общую дефляцию этой группы составил -0,15 п.п.). Основной причиной снижения цен в этой категории стало удешевление бытовой техники и электроники, что, по всей видимости, связано со сжатием потребительского спроса и укреплением рубля, а также нефтепродуктов, что объясняется функционированием демпферного механизма.

Стоимость услуг в июне выросла (на 0,88%), а их общий вклад в динамику индекса потребительских цен (ИПЦ) составил +0,23 п.п. Основной причиной роста цен в этой категории стало удорожание пассажирского транспорта, гостиниц, услуг зарубежного туризма, санаторно-оздоровительных услуг вследствие начала отпускного сезона и школьных каникул.

Рис. 3. Базовая инфляция и динамика курса рубля к доллару в 2016–2022 гг.



Источник: Росстат, ЦБ РФ.

⁸ URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/121_20-07-2022.htm

⁹ URL: <https://economy.gov.ru/material/file/e1ce3e0034c2faed86f0d7600dc732db/20072022.pdf>

Начиная с марта 2022 г. влияние глобальной инфляции на динамику потребительских цен в российской экономике снизилось как по причине функционирования демпферных механизмов на рынках нефтепродуктов и продовольственных товаров, так и из-за разрыва существовавших ранее логистических цепочек, а также укрепления курса рубля.

А начиная с мая годовая инфляция в российской экономике стала замедляться, в отличие от глобальной инфляции, ускорение которой во втором квартале 2022 г. продолжилось. В крупнейших развитых и развивающихся странах увеличились темпы роста потребительских цен. (См. рис. 4 и 5.) В частности, в США годовая инфляция продолжает ускоряться (несмотря на активное повышение ставки ФРС и начало сокращения баланса с 1 июня), и по итогам июня 2022 г. она достигла 9,1%, что является максимальным уровнем с ноября 1981 г. Ускорение годовой инфляции в июне 2022 г. продолжилось и в Великобритании (до 9,4%, что соответствует максимальному уровню с 1982 г.). В июне незначительное замедление годовой инфляции отмечалось в Германии (до 7,6% после 7,9% в мае), од-

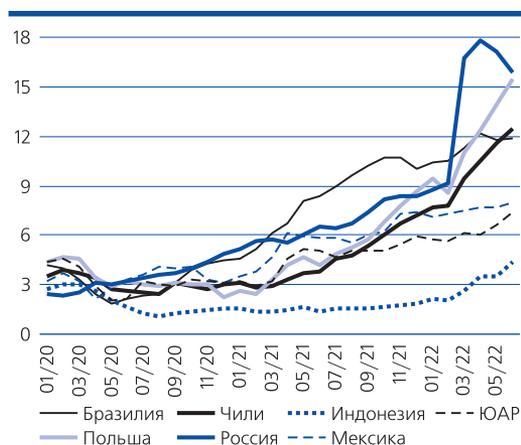
нако на общую тенденцию в еврозоне это не повлияло: ускорение продолжилось, а инфляция в регионе составила 8,6% – наибольшее значение с начала расчета этого показателя. В ответ на это Европейский центральный банк на июньском заседании впервые с 2011 г. повысил ставку монетарной политики, причем сразу на 50 б.п., хотя на предыдущем заседании анонсировал повышение лишь на 25 б.п.

В развивающихся странах, таких как Бразилия, Чили, Польша, годовая инфляция остается двузначной. При этом ускорение инфляции отмечается и в азиатских странах, в частности в Индонезии.

Однако причины высокой глобальной инфляции постепенно сходят на нет. В частности, с апреля фиксируется снижение мировых цен на продовольствие, с февраля наблюдается уменьшение стоимости контейнерных перевозок. Наряду с нормализацией денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в развитых странах это может привести к развороту глобальных инфляционных тенденций во втором полугодии 2022 г.

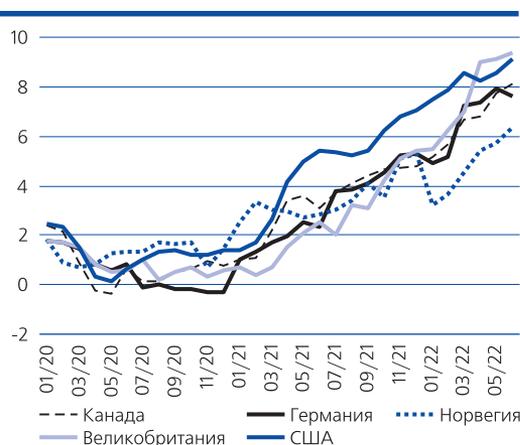
С учетом ценовых тенденций первых недель июля, укрепления во втором квартале

Рис. 4. Инфляция в 2020–2022 гг. в развивающихся странах, в % к соответствующему месяцу предыдущего года



Источник: МВФ.

Рис. 5. Инфляция в 2020–2022 гг. в развитых странах, в % к соответствующему месяцу предыдущего года



Источник: МВФ.

2022 г. рубля, снижения мировых цен на продовольствие и транспортировку грузов ожидается дальнейшее замедление годовой инфляции в российской экономике во втором полугодии 2022 г. Согласно нашему

уточненному прогнозу по итогам года инфляция достигнет уровня 12,2%, что соответствует нижней границе обновленного Банком России прогноза инфляции (12–15%). ■

Monetary Policy and Inflation in July 2022

Yury N. Perevyshin – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: perevyshin-yn@ranepa.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

Following the meeting on July 22, the Bank of Russia cut the key rate by 150 bp at a time to 8% per annum, while most analysts expected the rate reduction by 50 bp. The decision was motivated by the slowdown in current inflation, lower inflation expectations of households and businesses, as well as weak consumer demand. The Bank of Russia has strengthened the signal on the further dynamics of the key rate compared to the last press-release, however it is still rather soft, which indicates a continuation of the monetary cycle easing in H2 2022. The updated range of the average key rate value for 2022 allows for its reduction to 6.5% by the end of the year.

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

JEL-codes: E31, E52, F31.