

---

# Макроэкономика

## ЦИКЛ СМЯГЧЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦБ РФ, ВЕРОЯТНО, ЗАВЕРШЕН

Ю. Н. ПЕРЕВЫШИН  
П. В. ТРУНИН

Банк России по итогам заседания 28 октября 2022 г. оставил ключевую ставку без изменения — на уровне 7,5% годовых, что совпало с консенсус-прогнозом аналитиков и ожиданиями финансового рынка. Решение обусловлено разворотом инфляционных тенденций, усилением инфляционных ожиданий населения и бизнеса, проинфляционной бюджетной политикой в 2022–2023 гг. Банк России не поменял и сигнал о дальнейшей динамике ключевой ставки.

По итогам октября годовая инфляция замедлилась до 12,6%, а уровень потребительских цен вырос за этот месяц на 0,18%, с устранением сезонности составив 1,5% в аннуализированном представлении. Согласно нашему прогнозу по итогам года инфляция составит 12,1%, что близко к нижней границе обновленного Банком России прогноза (12–13%). В 2023 г. прогнозируется замедление годовой инфляции до 5% по итогам первого квартала и ее ускорение до 6,2% к концу года.

**Ключевые слова:** инфляция, денежно-кредитная политика, ключевая ставка, отток капитала, Банк России.  
**JEL:** E31, E52, F31.

28 октября 2022 г. Совет директоров Банка России принял решение оставить ключевую ставку без изменения — на уровне 7,5% годовых. Таким образом, цикл смягчения денежно-кредитной политики, начавшийся в апреле и насчитывавший шесть снижений ключевой ставки подряд, завершен.

Это решение совпало с ожиданиями аналитиков<sup>1</sup> и было обусловлено: разворотом инфляционных тенденций в сентябре; проинфляционной бюджетной политикой на 2023 г.; ростом инфляционных ожиданий населения и бизнеса; объявленной в сентябре внеплановой индексацией тарифов ЖКХ на 9% в декабре 2022 г.; исчерпанием эффекта укрепления рубля, произошедшего во втором квартале текущего года (прогноз инфляции на конец года скорректирован до 12–13%, а также незначительно повышена нижняя и понижена верхняя границы прогнозного интервала

по средней инфляции на 2023 г. — до 4,5–6,4% после 4,3–7,5% по итогам июльского заседания).

Банк России не поменял сигнал о дальнейшей динамике ключевой ставки по сравнению с прошлым пресс-релизом и по-прежнему допускает возможность ее повышения в 2023 г. в ответ на более мягкую, чем заложено в текущие проекторки, бюджетную политику. Диапазон ожидаемого среднего значения ключевой ставки в 2023–2024 гг. остался без изменений.

Банк России улучшил прогноз по динамике ВВП на текущий год с учетом повышения прогноза по валовому накоплению основного капитала (теперь предполагается его спад на уровне 3–3,5% вместо падения на 4–6%, прогнозировавшегося в июле), отметив, что деловая активность в третьем квартале оказалась выше, чем предполагалось ранее. Про-

---

Перевышин Юрий Николаевич, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент, e-mail: perevushin-yn@ganepa.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

<sup>1</sup> URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2022/10/24/946962-konsensus-prognoz-vedomostei-tsb-sohranit-stavku>

гноз динамики ВВП на 2023 г. не изменился: по-прежнему ожидается его падение на 1–4%. Основной вклад в снижение валового внутреннего продукта в 2022 г. внесут сужение потребительского спроса и сокращение экспорта. В 2023 г. уменьшение ВВП будет обусловлено сжатием инвестиционного спроса и продолжающимся снижением экспорта, восстановление которого ожидается только в 2025 г. Возвращение инфляции к цели Банк России по-прежнему прогнозирует не ранее 2024 г.

Прогноз показателей монетарного сектора на 2022 г. претерпел гораздо более существенные изменения по сравнению с показателями реального: Банк России повысил прогноз темпов роста денежной массы в национальном определении в 2022 г. до 23–26% (с 12–17%, прогнозировавшихся в июле). Существенно улучшился прогноз по росту требований банковской системы к организациям и населению, что объясняется оживлением рынка кредитования в третьем квартале, в том числе и в результате снижения ключевой ставки. При этом прогноз динамики кредитования на 2023–2024 гг. остался без изменений.

Причинами повышения прогноза темпов роста денежного агрегата M2 стали как фактические данные о динамике показателя из-за упомянутого выше роста кредитования, так и ожидаемый до конца года вклад бюджетного канала в темпы роста денежной массы. К концу сентября темп роста денежной массы ускорился в годовом выражении до 23,9% (что стало максимальным значением за последние десять лет) с 16,6% в конце мая. (См. рис. 1.) Основным вклад в прирост денежной массы (по компонентам) обеспечил рост переводных депозитов, величина которых в третьем квартале увеличилась на 3,3 трлн руб. Объем срочных депозитов за этот же период увеличился лишь на 1,3 трлн руб., что может быть связано со снижением процентных ставок и меньшей привлекательностью срочных депозитов.

Важным фактором ускоренного роста денежной массы стала девальютация депозитов, начавшаяся с марта: доля срочных депозитов (населения и организаций) в иностранной валюте сократилась с 64,5% в конце февраля до 32,0% к концу сентября. Отчасти это сокращение обусловлено валютной переоценкой вследствие укрепления рубля, однако по большей части оно вызвано различными ограничениями на проведение расчетов в валютах развитых стран и опасениями дальнейшего их ужесточения.

На стороне источников формирования денежной массы в третьем квартале основной вклад в динамику M2 внесло увеличение требований к нефинансовым организациям (кредит фирмам) в размере 3,3 трлн руб. Вторым по значимости источником формирования денежной массы в этот период стал рост чистых требований к органам государственного управления в размере 1,3 трлн руб. (так называемый бюджетный канал). Положительный вклад в денежную массу вносили также требования банковского сектора к физическим лицам (кредит населению), составившие +1,0 трлн руб.

Таким образом, рост денежной массы в третьем квартале 2022 г. обеспечивался за счет увеличения кредитования, бюджетных расходов и девальютации депозитов.

В связи с постепенным охлаждением рынка кредитования в октябре<sup>2</sup> повышение прогноза по росту денежной массы в национальном определении, вероятнее всего, обусловлено ожиданием дальнейшего снижения валютизации депозитов и увеличения чистых требований к органам государственного управления в последние месяцы календарного года, когда бюджетные расходы сезонно высоки. С течением времени ускоренный рост M2 приведет к нарастанию инфляционного давления и может потребовать ужесточения денежно-кредитной политики со стороны регулятора.

<sup>2</sup> URL: [https://www.cbr.ru/press/pr/?file=28102022\\_133000Key.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=28102022_133000Key.htm)

По итогам октября 2022 г. инфляция в России за предыдущие 12 месяцев снизилась до 12,6%. (См. рис. 2.) Уровень потребительских цен увеличился в этом месяце на 0,18%. С устранением сезонности<sup>3</sup> потребительская инфляция в октябре оценивается на уровне 0,12% к предыдущему месяцу, или 1,5% в аннуализированном представлении<sup>4</sup>, что ниже цели Банка России (в сентябре этот показатель был близок к цели, находясь на уровне 3,7%). Базовая инфляция<sup>5</sup> в октябре замедлилась практически до нуля, составив 0,03% месяц к месяцу (после 0,3% в сентябре). Следовательно, цены на регулируемые и волатильные компоненты продукции в октябре росли быстрее цен прочих товаров. По итогам октября базовая инфляция за последние 12 месяцев снизилась в годовом выражении до 16,2% (после многолетнего максимума на уровне 20,4% в апреле).

По компонентам индекса потребительских цен наибольший вклад в октябрьскую инфляцию внесли продовольственные товары (примерно 0,11 п.п.), однако весь этот рост был обусловлен сезонным подорожанием плодо-

овощной продукции (она подорожала в октябре на 3,45%, а ее вклад в общую инфляцию составил 0,16 п.п.).

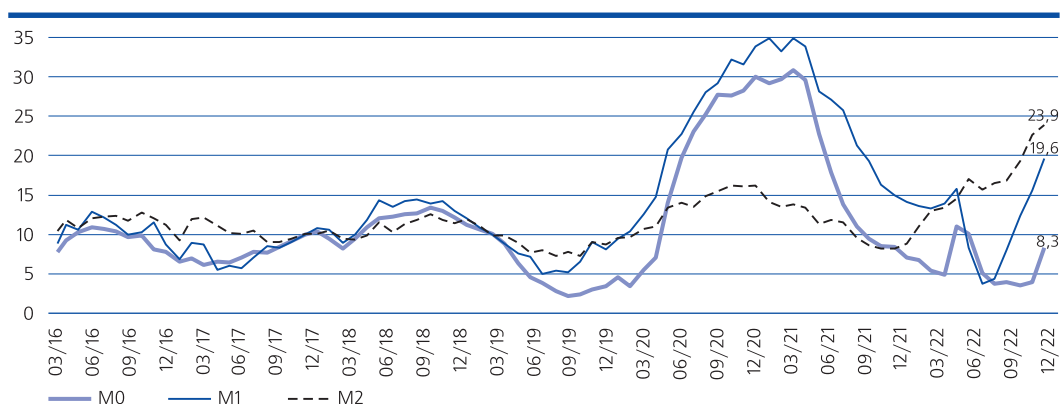
Цены на непродовольственные товары по итогам октября выросли незначительно (0,04%), что привело к околонулевому вкладу этой группы в общую инфляцию (0,01 п.п.).

Стоимость услуг в октябре увеличилась на 0,24%, а их общий вклад в динамику ИПЦ составил 0,06 п.п.

Важными факторами замедления инфляции в июле-октябре 2022 г. стали укрепление рубля, произошедшее во втором квартале (номинальный эффективный валютный курс рубля вырос в этот период к предыдущему кварталу на 33,8%, а по итогам первых девяти месяцев 2022 г. рубль был на 18,5% крепче, чем за аналогичный период прошлого года) и постепенный перенос этого укрепления в цены. (См. рис. 3.) Однако вклад этих факторов постепенно уменьшается, и к концу четвертого квартала 2022 г. он не будет оказывать влияния на динамику потребительских цен.

Существенного восстановления потребительского спроса по итогам третьего квартала

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



Источник: Банк России.

<sup>3</sup> Сезонное сглаживание инфляции выполнено в программе R с использованием пакета seasonal.

<sup>4</sup> Инфляция за месяц, возведенная в степень 12.

<sup>5</sup> Без учета цен, связанных с сезонными и административными факторами.

не произошло: согласно данным Росстата<sup>6</sup> падение оборота розничной торговли в третьем квартале 2022 г. составило 9,2% после 9,8% кварталом ранее. Подавленная потребительская активность продолжит ограничивать возможности переноса издержек продавцов в цены готовой продукции.

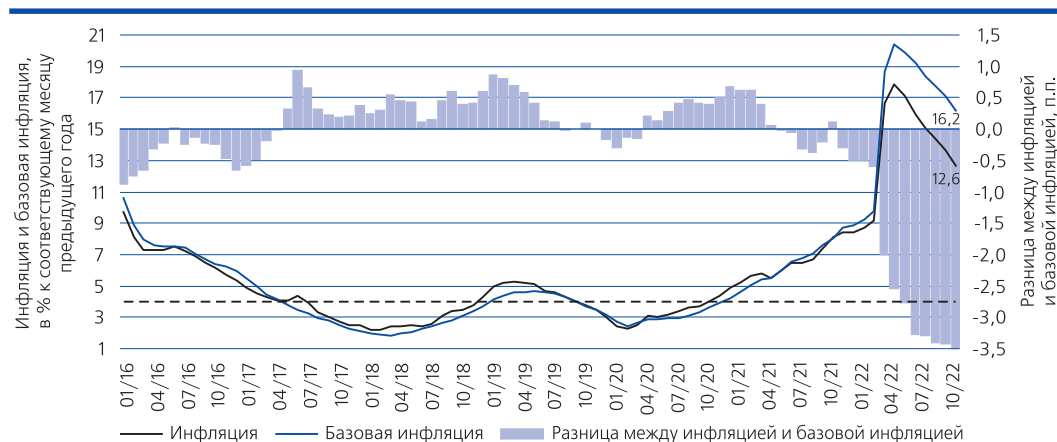
Динамика инфляционных ожиданий населения, бизнеса и аналитиков в третьем квартале 2022 г. была разнонаправленной: небольшое снижение в июле и рост в августе-сентябре. Так, инфляционные ожидания населения на год вперед в этот период составляли в среднем 11,8%, что на 0,6 п.п. ниже, чем в июне. Тем не менее ожидания населения относительно будущей динамики цен с учетом октябрьских данных повышаются уже третий месяца подряд<sup>7</sup>. Поэтому данный фактор не оказывал значимого дезинфляционного влияния в третьем квартале и октябре, а к концу года он может стать одной из причин ускорения инфляции.

По-прежнему важной причиной замедления инфляции в октябре 2022 г. оставалась кор-

рекция цен на товары и услуги после их резкого роста в марте. Однако, с высокой вероятностью, влияние этого фактора уже исчерпано, так как шесть месяцев — достаточный срок для подстройки цен к изменившимся условиям ведения бизнеса<sup>8</sup>.

Согласно нашему модельному прогнозу<sup>9</sup> рост цен в ноябре и декабре составит к предыдущему месяцу 0,3 и 0,4% соответственно. Однако в рамках модели невозможно спрогнозировать ускорение инфляции, которое произойдет в декабре в результате индексации тарифов на коммунальные услуги<sup>10</sup>. Поэтому необходимо провести корректировку прогноза на рост стоимости коммунальных услуг в декабре на 9%, доля которых в потребительской корзине в 2022 г. составляет 6,1%. Таким образом, вклад декабрьской индексации тарифов на коммунальные услуги в рост потребительских цен составит около 0,55 п.п. Следовательно, модельный прогноз инфляции в декабре и на конец года необходимо повысить на эту величину, в результате чего прогноз на декабрь составит 0,95% к предыдущему месяцу, а по

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



Источник: Росстат.

<sup>6</sup> URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind\\_09-2022.xlsx](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind_09-2022.xlsx)

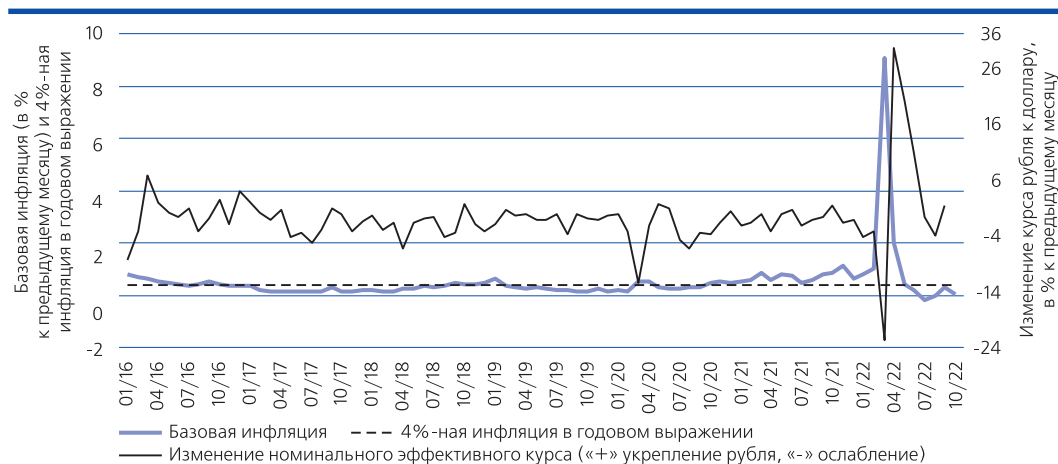
<sup>7</sup> URL: [https://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary\\_expectations/](https://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/)

<sup>8</sup> В [1] утверждается, что продавцы в среднем пересматривают цену не реже одного раза в месяц.

<sup>9</sup> Более подробно о модели см. в [2].

<sup>10</sup> URL: <https://tass.ru/ekonomika/15850419>

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



Источник: Росстат, ЦБ РФ.

итогам 2022 г. инфляция предположительно окажется на уровне 12,1%, что близко к нижней границе обновленного прогноза Банка России.

В начале 2023 г. ожидается замедление годовой инфляции, которая в конце первого квартала может снизиться до 5%. Однако квартальная сезонно сглаженная инфляция начнет ускоряться с мая 2023 г., обусловив и рост годового показателя. К концу 2023 г. он прогно-

зируется на уровне 6,2%, что также соответствует прогнозному диапазону Банка России, а средняя за 2023 г. инфляция ожидается на уровне 5,9%. Основными причинами ускорения инфляции станут постепенное закрытие отрицательного разрыва выпуска вследствие восстановления спроса и снижения предложения, а также ослабление курса рубля по мере роста импорта. ■

### Литература

1. Божечкова А.В., Евсеев А.С. Анализ жесткости цен в розничной онлайн-торговле Москвы // Экономическая политика. 2020. Т. 15. № 5. С. 32–59.
2. Перевышин Ю.Н. Краткосрочное прогнозирование инфляции в российской экономике // Экономическая политика. 2022. Т. 17. № 5. С. 1–18.

### References

1. Bozhechkova A.V., Evseev A.S. Analysis of price rigidity in online retailing in Moscow // Economic Policy. 2020. Vol. 15. No. 5. Pp. 32–59.
2. Perevyshin Yu.N. Short-Term Inflation Forecasting in the Russian Economy // Economic Policy. 2022. Vol. 17. No. 5. Pp. 1–18.

### RF Central Bank’s Monetary Policy Easing Cycle is Probably Over

**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 its board meeting on October 28, the Bank of Russia left the key rate unchanged at 7.5% per annum, which is in line with the analyst consensus forecast and financial market expectations. This decision was the result of a reversal in the inflationary trends, an increase in the inflationary expectations of individuals and businesses, and the proinflationary budget policy in 2022–2023. The Bank of Russia did not change its signal about the subsequent dynamics of the key rate.*

*According to the month-end results for October, annual inflation slowed down to 12.6%, and the level of consumer prices climbed by 0.18%, which amounts to 1.5% in annualized terms when seasonally adjusted. According to our forecast, the year-end inflation index is expected to reach 12.1%, which is close to the lower bound of the Bank of Russia's updated inflation forecast (12–13%). In 2023, annual inflation is projected to slow down to 5% in Q1, and then accelerate to 6.2% by the end of 2023.*

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

**JEL-codes:** E31, E52, F31.