

# Макроэкономика

## УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ ПОТРЕБУЕТ ВЫСОКОЙ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В 2023–2024 гг.

Ю. Н. ПЕРЕВЫШИН  
П. В. ТРУНИН

По итогам октября 2023 г. годовая инфляция (за последние 12 месяцев) ускорилась до 6,7%, при этом уровень потребительских цен вырос за этот месяц на 0,83%, что с устранением сезонности составляет 9,7% в пересчете на годовые темпы роста цен. Банк России 27 октября повысил ключевую ставку на 200 б.п. — до 15,0% годовых, в результате в текущем цикле ужесточения монетарной политики, начавшемся с 21 июля, ставка выросла уже в два раза. Сигнал о дальнейшей направленности монетарной политики был смягчен, а свои будущие решения регулятор поставил в зависимость от фактической динамики инфляции в ближайшие месяцы. Обновленный прогноз Банка России допускает повышение ключевой ставки еще на 100 б.п. в декабре, а в 2024 г. ее среднее значение увеличено на 150 б.п.

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

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

27 октября 2023 г. Совет директоров Банка России на очередном заседании по монетарной политике принял решение повысить ключевую ставку на 200 б.п. — до 15,0% годовых. Ставка была повышена на четвертом заседании подряд (в том числе на внеплановом, состоявшемся 15 августа), и с 21 июля ее прирост достиг 750 б.п. На уровне 15% и выше ключевая ставка ранее находилась лишь дважды: с декабря 2014 г. до марта 2015 г. и с марта до апреля 2022 г. Причиной ужесточения денежно-кредитной политики стало усиление текущего инфляционного давления, пик которого пришелся на сентябрь — в результате быстрого расширения внутреннего спроса, а также роста инфляционных ожиданий<sup>1</sup>. Решение оказалось более жестким, чем ожидали аналитики, предполагавшие повышение ставки на 100 б.п.<sup>2</sup>.

Банк России смягчил сигнал о будущей динамике ключевой ставки, поставив свои дальнейшие шаги в зависимость от фактических данных по инфляции в ближайшие месяцы и отметив, что на заключительном в 2023 г. заседании в декабре может увеличить ставку еще на 100 б.п. В обновленном прогнозе ЦБ РФ вновь повысил среднегодовой уровень ключевой ставки на 2024 г. сразу на 150 б.п. (до 12,5–14,5%)<sup>3</sup> по сравнению с сентябрьским заседанием, а прогноз средней инфляции на 2024 г. увеличил на 0,8–0,9 п.п. (до 5,8–6,5%). В докладе о денежно-кредитной политике также отмечается, что Банк России повысил свою оценку реальной нейтральной процентной ставки на 50 б.п., до 2–3%, из-за более мягкой, чем предполагалось ранее, бюджетной политики<sup>4</sup>.

Банк России повысил свои ожидания и по динамике ВВП на 2023 г. до 2,2–2,7% за счет

*Перевышин Юрий Николаевич*, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент (Москва), e-mail: perevushin-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

<sup>1</sup> URL: [https://www.cbr.ru/press/pr/?file=27102023\\_133000key.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=27102023_133000key.htm)

<sup>2</sup> URL: <https://www.interfax.ru/business/927849>

<sup>3</sup> URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46535/forecast\\_231027.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46535/forecast_231027.pdf)

<sup>4</sup> URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46552/2023\\_04\\_ddcp.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46552/2023_04_ddcp.pdf)

улучшения прогноза динамики валового накопления основного капитала. Прогноз роста ВВП в 2024 г. не изменился по сравнению с сентябрьским вариантом, но динамика компонент ВВП была скорректирована. Так, ухудшен прогноз по частному потреблению: в 2024 г. регулятор ожидает снижения этого показателя на 1–2%, что обусловлено сокращением потребительского кредитования вследствие высоких ставок и стимулами к сберегательному поведению населения в следующем году. При этом повышены ожидания по динамике экспорта (прогнозируется рост этой компоненты ВВП на 1,5–3,5%). Прогноз роста ВВП и его компонент на 2025–2026 гг. не изменился. В 2024 г. снижены на 2 п.п. прогнозы темпа роста кредита фирмам и населению (в том числе ипотечного кредитования), что объясняется более высокой, по сравнению с сентябрьским сценарием, траекторией ключевой ставки. В то же время прогноз темпа роста денежной массы в национальном определении не изменился, что объясняется большим вкладом бюджетного канала в формирование денежной массы, а также продолжающимся процессом девальютизации активов и обязательств банков.

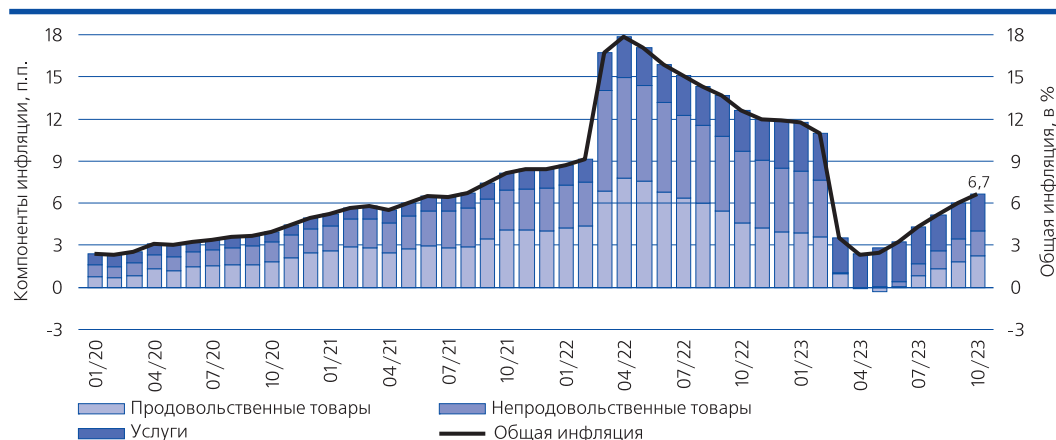
Прогноз инфляции на конец 2023 г. повышен Банком России до 7,0–7,5% вследствие

продолжающегося расширения внутреннего спроса, превосходящего возможности наращивания предложения, а также дефицита работников на рынке труда, что оказывает существенное влияние на рост издержек компаний. Прогноз инфляции на конец 2024 г. повышен до 4,0–4,5%, прогноз по средней инфляции в 2024 г. увеличен на 0,8–0,9 п.п. – до 5,8–6,5%. Пересмотренный прогноз предполагает либо замедление текущей инфляции до 4% уже к концу первого квартала 2024 г., либо ее значение ниже 4% во второй половине года.

Тем временем по итогам октября 2023 г. инфляция за предыдущие 12 месяцев продолжала ускоряться и достигла 6,7%. (См. рис. 1.) Рост годовой инфляции, начавшийся с мая 2023 г., обусловлен удорожанием непродовольственных и продовольственных товаров в июле-октябре 2023 г., а также по-прежнему высокими темпами роста цен на услуги, которые активно дорожают с середины 2022 г., и в октябре на них приходилось около 40% годового прироста цен всей потребительской корзины. (См. рис. 1.)

Уровень потребительских цен увеличился за октябрь относительно предыдущего месяца в среднем на 0,83%. Более половины удорожания потребительской корзины в октябре

Рис. 1. Вклад компонент в годовую инфляцию в 2020–2023 гг.



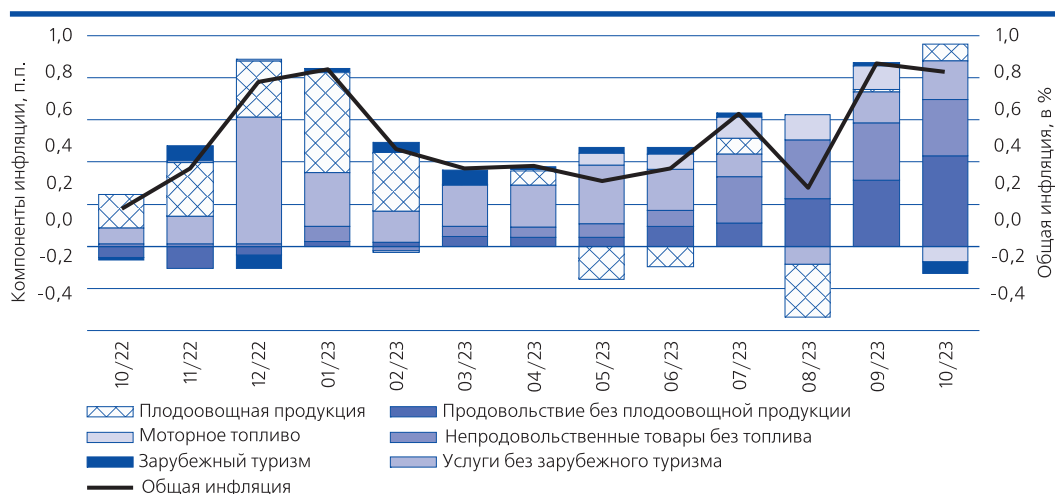
Источник: Росстат.

объяснялось ростом цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции (+0,43 п.п.). (См. рис. 2.) Непродовольственные товары без моторного топлива уже три месяца подряд устойчиво вносят вклад в месячный рост стоимости потребительской корзины на уровне 0,27 п.п. При этом в октябре впервые с февраля 2023 г. было зафиксировано снижение цен на моторное топливо, причинами которого стали возврат к исходной версии демпферного механизма и запрет на экспорт нефтепродуктов с 21 сентября<sup>5</sup>. Тем не менее с начала года эта компонента потребительской корзины подорожала на 8,3%. Также в октябре было зафиксировано снижение цен на услуги зарубежного туризма (на 7,7%).

С устранением сезонности<sup>6</sup> потребительская инфляция в октябре оценивается нами на уровне 0,8% в месячном выражении или 9,7% в аннуализированном представлении<sup>7</sup> (SAAR) после ускорения до 14% в сентябре. (См. рис. 3.) Среди компонент сезонно сглаженной ин-

фляции в этом месяце замедлилось удорожание продовольственных и непродовольственных товаров, темп роста цен на услуги сохранился на сентябрьском уровне. Несмотря на замедление, темп роста компонент потребительской корзины в октябре существенно превышал уровень в 4%, текущая инфляция находится выше цели с мая 2023 г., а трехмесячное скользящее среднее сезонно сглаженной аннуализированной инфляции в сентябре и октябре превышало 11%. (См. рис. 4.) Причинами этого являются повышенный потребительский спрос, на что указывают высокие темпы роста розничной торговли и платных услуг населению в третьем квартале 2023 г. (11,3 и 4,9% соответственно<sup>8</sup>), эффект переноса произошедшего за последние 12 месяцев ослабления курса рубля в цены (в октябре 2023 г. индекс номинального эффективного курса рубля указывал на ослабление национальной валюты на 36% за прошедший год), а также дефицит кадров на рынке труда, что транслируется

**Рис. 2. Вклад отдельных компонент в месячную инфляцию в 2022–2023 гг.**



Источник: Росстат, расчеты авторов.

<sup>5</sup> URL: <http://static.government.ru/media/files/fGt9B6J6lk0SZINAKnna2U4v2AMGWG0c.pdf>

<sup>6</sup> Сезонное сглаживание инфляции выполнено в программе R с использованием пакета seasonal.

<sup>7</sup> Инфляция за месяц, возведенная в степень 12.

<sup>8</sup> URL: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-09-2023.pdf>

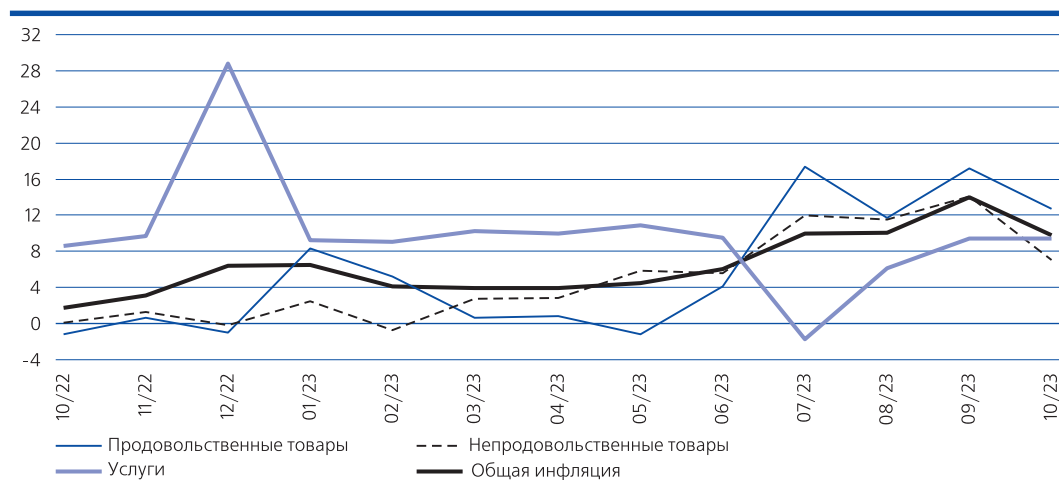
в рост заработных плат (за январь–август реальная заработная плата увеличилась на 7,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года), а повышенный спрос на продукцию позволяет фирмам перекладывать рост издержек в цену товаров.

В сентябре курс рубля к валютам основных торговых партнеров стабилизировался, а в октябре в результате улучшения условий торговли, а также принятых решений об ужесточении денежно-кредитной политики и возврата обязательной продажи валютной выручки<sup>9</sup> укрепился на 0,8%<sup>10</sup>. Однако перенос произошедшего в первой половине года ослабления курса в цены продолжается и по-прежнему является проинфляционным фактором. Еще одним проинфляционным риском стало смягчение бюджетной политики за счет пересмотра величины базовых нефтегазовых доходов: вместо фиксированной в номинальном выражении величины в 8 трлн руб. этот показатель

будет рассчитываться в 2024 г. исходя из экспортной цены российской нефти в 60 долл./барр.<sup>11</sup>, что позволит увеличить расходы на 1,7 трлн руб.

По оценкам Росстата, с 1 по 7 ноября потребительские цены выросли на 0,37%<sup>12</sup> — это значительно выше траектории роста цен за аналогичный период 2022 г. С начала года по 7 ноября цены выросли на 5,9%, а по оценке Министерства экономического развития, годовая инфляция ускорилась до 7,0%<sup>13</sup>. Вероятнее всего, цены в ноябре повысятся относительно предыдущего месяца на 0,9–1,0%, что будет соответствовать годовой инфляции на уровне 7,3–7,4%, а по итогам декабря инфляция достигнет в годовом выражении 7,5–7,6%. Согласно нашему модельному прогнозу, годовая инфляция достигнет своего пика в конце второго квартала 2024 г. (8,0%), а к концу года замедлится до 5,5–6,5%. Квартальная сезонно сглаженная инфляция начнет снижать-

Рис. 3. Динамика общей инфляции и ее основных компонент в 2022–2023 гг., в % SAAR



Источник: Росстат, расчеты авторов.

<sup>9</sup> URL: <http://government.ru/news/49778/>

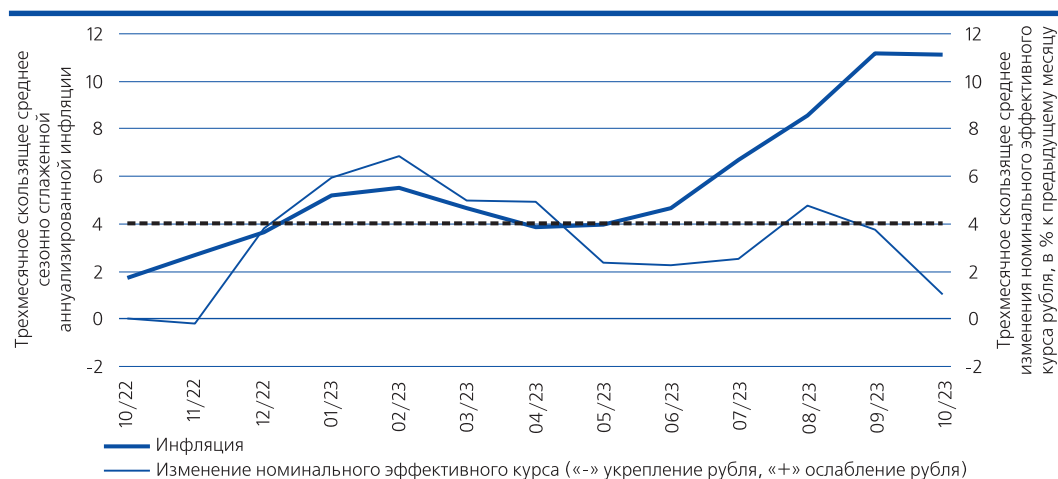
<sup>10</sup> URL: [https://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit\\_statistics/ex\\_rate\\_ind/03-ex\\_rate\\_23.xlsx](https://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/ex_rate_ind/03-ex_rate_23.xlsx)

<sup>11</sup> URL: <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202311020013?index=2>

<sup>12</sup> URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/175\\_10-11-2023.html](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/175_10-11-2023.html)

<sup>13</sup> URL: [https://www.economy.gov.ru/material/file/fb369cebc19d5a2211444b697c63c0f/o\\_tekushchey\\_cenovoy\\_situacii\\_10\\_noyabrya\\_2023\\_goda.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/fb369cebc19d5a2211444b697c63c0f/o_tekushchey_cenovoy_situacii_10_noyabrya_2023_goda.pdf)

Рис. 4. Инфляция и динамика курса рубля к доллару в 2022–2023 гг.



Источник: Росстат, ЦБ РФ.

ся уже с четвертого квартала 2023 г. Основными причинами замедления станут охлаждение потребительского и инвестиционного спроса

из-за жесткой монетарной политики, а также постепенное исчерпание эффекта переноса валютного курса в цены. ■

### Accelerating Inflation Will Require a High Key Rate in 2023–2024

**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

*Based on October results, the year-over-year inflation (for the past 12 months) has sped up to 6.7% with the level of consumer prices in October increasing by 0.83%, thus amounting to 9.7% in terms of annual growth rates of prices with seasonality adjusted. On October 27, the Central Bank of Russia raised the key rate by 200basis points to 15.0% annually; as a result, in the current cycle of the monetary policy tightening which began on July 21, the key rate has already increased twofold. The signal of the monetary policy’s further direction was mitigated and the regulator put its future decisions in dependence on the inflation rate’s actual dynamics in the forthcoming months. The Central Bank of Russia’s updated forecast allows growth in the key rate by another 100 basis points in December and its average increase by 150 basis points in 2024.*

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

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