

## БАНК РОССИИ УЖЕСТОЧАЕТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ ИЗ-ЗА УСКОРЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ

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

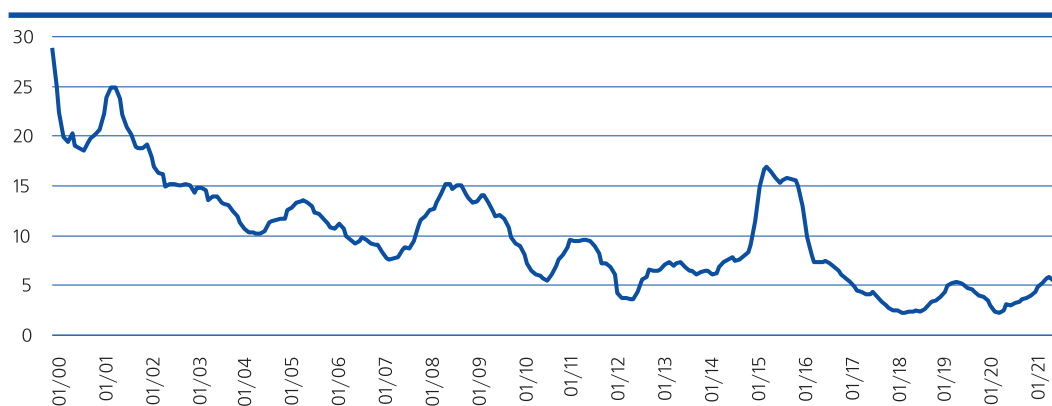
На июньском заседании Совета директоров Банк России в третий раз с начала года повысил ключевую ставку на 0,5 п.п. — до 5,5% годовых. Это решение обусловлено ускорением инфляции вследствие восстановления спроса по мере снятия карантинных мер и продолжения сверхмягкой бюджетной и денежно-кредитной политики в большинстве стран, роста мировых цен на товарных рынках, повышения инфляционных ожиданий. По итогам мая 2021 г. инфляция в годовом выражении достигла 6% и, по нашим оценкам, по итогам года окажется не ниже 5,3%, что говорит о высокой вероятности продолжения ужесточения денежно-кредитной политики.

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

11 июня 2021 г. по итогам заседания Совета директоров Банка России было принято решение о повышении ключевой ставки на 0,5 п.п. — до 5,5% годовых. Это уже третье повышение ключевой ставки за текущий год после того, как в марте она была увеличена на 0,25 п.п. — до 4,5% годовых, а в апреле — еще на 0,5 п.п. — до 5% годовых. Данное решение связано с действием проинфляционных факторов и превышением инфляцией прогнозной траек-

тории ЦБ РФ. Инфляция выросла с 4,9% по итогам декабря 2020 г. до 6% в мае 2021 г. (3% в мае 2020 г., 5,1% в мае 2019 г.), превысив целевой ориентир ЦБ РФ на 2 п.п. (См. рис. 1.) Ускорение инфляции наблюдается в большинстве стран мира и вызвано быстрым восстановлением совокупного спроса вследствие смягчения карантинных мер и продолжения сверхмягкой бюджетной и денежно-кредитной политики в ведущих экономиках

**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

при сохраняющихся проблемах с совокупным предложением.

Об устойчивом характере инфляционных процессов говорит также динамика базовой инфляции (без учета цен, связанных с сезонными и административными факторами). Так, в период с января по май 2021 г. она непрерывно росла с 4,6 до 6,04% (2,85% в мае 2020 г., 4,7% в мае 2019 г.). В связи с этим решение регулятора об ужесточении монетарной политики представляется абсолютно оправданным.

За май 2021 г. потребительские цены выросли на 0,74%. Продовольственная инфляция за этот месяц составила 0,96% (0,2% в мае 2020 г., 0,4% в мае 2019 г.). Наибольший вклад в ускорение инфляции внесло подорожание плодоовощной продукции (2,94% в мае 2021 г. против -0,37% в мае 2020 г. и 2,0% в мае 2019 г.). Отметим, что цены на сахар и подсолнечное масло сохраняются на стабильном уровне после существенного роста до принятия решения об их замораживании.

Повышение цен на непродовольственные товары в мае достигло 0,74% (0,25% в мае 2020 г. и 0,2% в мае 2019 г.). По мере быстрого восстановления спроса сильнее всего за этот месяц подорожали строительные материалы (4,99% в мае 2021 г. против 0,5% в мае 2020 г. и 0,3% в мае 2019 г.). Цены на легковые автомобили в мае 2021 г. увеличились на 2,2% (1,2% в мае 2020 г.).

Платные услуги населению за рассматриваемый период подорожали на 0,44% (0,46% в мае 2020 г. и 0,4% в мае 2019 г.). При этом достаточно быстро росли цены на гостиничные (6,66%) и санаторно-оздоровительные (2,37%) услуги, что обусловлено сезонным расширением спроса на них и ограничениями на зарубежные поездки.

Ключевым проинфляционным фактором является быстрое восстановление потребительского спроса по сравнению с возможно-

стями наращивания выпуска. Так, среднемесячные темпы прироста розничного товарооборота в феврале-апреле 2021 г. составили 2,3% против -7,2% за тот же период 2020 г. и 1,6% в среднем за 2017–2019 гг. По оценкам Сбербанка<sup>1</sup>, в апреле-мае 2021 г. потребительские расходы населения выросли в годовом выражении на 5,7% (-16,8% в мае 2020 г.). Продажи легковых автомобилей в мае 2021 г. увеличились в 2,3 раза по сравнению с маем 2020 г. (в мае 2020 г. падение составило 52% по сравнению с маем 2019 г., в мае 2019 г. также наблюдалось падение на 6,7% по сравнению с маем 2018 г.)<sup>2</sup>.

Ускорение инфляции в РФ в значительной степени объясняется ростом мировых цен на большинство биржевых товаров. За период с января по май 2021 г. мировые цены на удобрения увеличились на 34,6%, цены на металлы – на 26,2%, на минеральное сырье – на 24,4%, на энергоресурсы – на 35,1%<sup>3</sup>. Индекс продовольственных цен вырос со 108,5% в декабре 2020 г. до 127,1% в мае 2021 г., достигнув максимума с сентября 2011 г. За январь-май 2021 г. мировые цены на молочные продукты повысились на 10,6%, на зерно – на 14,8%, на сахар – на 22,5%, на растительные масла – на 33,3%<sup>4</sup>.

По мере восстановления мирового совокупного спроса ускорение инфляции наблюдается как в развитых, так и в развивающихся странах. За период с января по май 2021 г. инфляция в годовом выражении увеличилась в США с 1,4 до 5%, в Германии – с 1 до 2,5%, в Канаде – с 1 до 3,4%, в Бразилии – с 4,6 до 8,1%, в Мексике – с 3,5 до 5,9%, в Польше – с 2,6 до 4,8%. (См. рис. 2 и 3.)

Инфляционные ожидания населения также быстро росли: в мае 2021 г. они достигли 11,3%. Баланс ответов предприятий по поводу ожидаемой ценовой динамики увеличился с 18,3 п.п. в январе 2021 г. до 26,7 п.п. в мае

<sup>1</sup> URL: <https://sberindex.ru/>

<sup>2</sup> Данные Ассоциации европейского бизнеса.

<sup>3</sup> URL: <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>

<sup>4</sup> Данные Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН. URL: <http://www.fao.org>

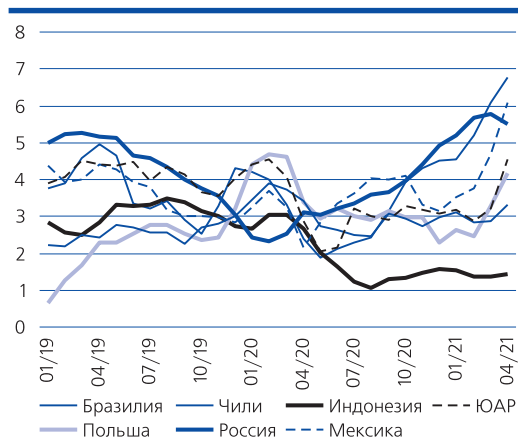
2021 г., оставаясь выше максимумов 2019–2020 гг. Причиной усиления их ценовых ожиданий, согласно отчету «ИнФОМ»<sup>5</sup>, является рост издержек. Доля предприятий, отметивших данный фактор, в мае 2021 г. стала максимальной за последние 12 лет. Повышенные ожидания продолжают оказывать проинфляционное давление в 2021 г.

После ослабления рубля в первом квартале 2021 г. на 2,5% – до 75,7 руб./долл. – по итогам мая рубль укрепился по отношению к началу года на 0,4%, а к апрелю 2021 г. – на 1,1% – до 73,6 руб./долл., приблизившись к своему фундаментально обоснованному уровню<sup>6</sup>. Поддержку рублю оказывают рост цен на нефть в условиях восстановления мировой экономики, некоторое снижение геополитических рисков, повышение Банком России ключевой ставки и рост привлекательности

российских активов. При этом действующее в РФ бюджетное правило не дает рублю значительно укрепляться в ситуации быстрого улучшения условий торговли. В случае отсутствия новых шоков стабилизация обстановки на валютном рынке и некоторое укрепление рубля будут способствовать сдерживанию инфляции в течение 2021 г.

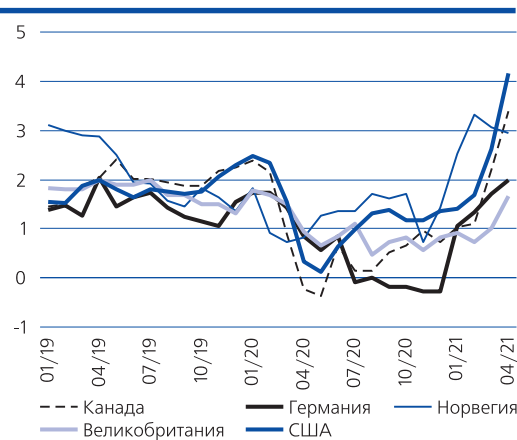
Таким образом, принятое 11 июня Банком России решение по ключевой ставке, а также сигнал о высокой вероятности ее дальнейшего повышения будут способствовать снижению инфляции и инфляционных ожиданий. По нашим оценкам, по итогам 2021 г. инфляция в России достигнет как минимум 5,3%. В условиях ужесточения денежно-кредитной политики годовая инфляция начнет постепенно снижаться осенью текущего года и вернется к целевому уровню в середине 2022 г. ■

**Рис. 2. Инфляция в 2019–2021 гг. в ряде развивающихся стран, в % к соответствующему месяцу предыдущего года**



Источник: МВФ.

**Рис. 3. Инфляция в 2019–2021 гг. в ряде развитых стран, в % к соответствующему месяцу предыдущего года**



Источник: МВФ.

<sup>5</sup> URL: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/35369/inFOM\\_21-05.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/35369/inFOM_21-05.pdf)

<sup>6</sup> 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 РФ (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.

### **Bank of Russia Tightens Its Monetary Policy in Response to Accelerated Inflation**

**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: bozhechkova@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

*At its Board of Directors meeting in June, the Bank of Russia raised the key rate for the third time since the beginning of the year, by 0.5 p.p. to 5.5% per annum. This decision was caused by an accelerated inflation triggered by reviving demand as the containment measures were being lifted, alongside the ongoing super-loose fiscal and monetary policies in the majority of countries, rising prices in world commodity markets, and increasing inflationary expectations. As seen by the results of May 2021, inflation in annual terms reached 6% and, according to our estimates, its year-end index year will be at least 5.3%, which points to a high probability of continuing monetary policy tightening.*

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

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