

---

# Макроэкономика

## КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ ДОСТИГЛА МАКСИМУМА С МАЯ 2017 г.

Ю. Н. ПЕРЕВЫШИН  
П. В. ТРУНИН

Ключевая ставка ЦБ РФ 11 февраля 2022 г. была увеличена на 1 п.п. — до 9,5% годовых. Это максимальное значение с мая 2017 г. Решение обусловлено продолжающимся ускорением инфляции вследствие активного расширения совокупного спроса, дефицита трудовых ресурсов, проинфляционной конъюнктуры на мировых рынках и высоких инфляционных ожиданий. Банк России не смягчил жесткость своего сигнала по сравнению с прошлым пресс-релизом, что указывает на высокую вероятность продолжения цикла ужесточения монетарной политики.

По итогам января 2022 г. инфляция в годовом выражении достигла 8,7%, что является наибольшим значением с февраля 2016 г. Учитывая инерционность инфляции в ее годовом измерении, она будет находиться выше целевого ориентира в 4% на протяжении всего текущего года и вернется к цели не ранее середины 2023 г.

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

11 февраля 2022 г. по итогам заседания Совета директоров Банка России было принято решение о повышении ключевой ставки на 1 п.п. — до 9,5% годовых, что является ее наибольшим значением с мая 2017 г. Это уже восьмое подряд повышение ключевой ставки, при этом суммарно в текущем цикле ужесточения монетарной политики она повышена уже на 525 б.п.

Принятое решение обусловлено продолжающимся ускорением инфляции вследствие активного расширения совокупного спроса, опережающего возможности наращивания предложения; дефицита трудовых ресурсов; проинфляционной конъюнктуры на мировых рынках и высоких инфляционных ожиданий. Банк России не изменил (по сравнению с прошлым пресс-релизом) сигнал о дальнейших намерениях в области денежно-кредитной политики, оставив его жестким.

Принимая во внимание сохраняющиеся проинфляционные риски и сигнал Банка России, можно утверждать, что цикл ужесточения монетарной политики продолжится и по итогам заседания регулятора 18 марта 2022 г. ключевая ставка с высокой вероятностью достигнет двузначного уровня. ЦБ РФ уже третий раз в течение последних 12 месяцев прибегает к столь значительному повышению ключевой ставки. Причиной этого является существенное повышение прогноза инфляционного показателя: средняя за 2022 г. инфляция увеличена на 1,6–1,7 п.п. (с 5,2–6,0 до 6,8–7,7% годовых) по сравнению с октябрьским прогнозом, а среднее значение ключевой ставки — на 1,7–2,7 п.п. (с 7,3–8,3 до 9–11% годовых). При этом если в 2020 г. реальная ставка монетарной политики (измеренная по фактической инфляции<sup>1</sup>) составляла около 1,7% (средняя

---

*Перевышин Юрий Николаевич*, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент (Москва), e-mail: perevyshein-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> С теоретической точки зрения реальную ставку процента для оценки жесткости монетарной политики правильнее рассчитывать исходя из ожидаемой, а не фактической инфляции, однако с учетом значительной адаптивности инфляционных ожиданий экономических агентов РФ эти две оценки будут достаточно близки.

номинальная ставка равнялась 5,1% при средней за год инфляции на уровне 3,4%), то в 2021 г. реальная ставка процента монетарной политики из-за ускорившейся инфляции сложилась на уровне около -1% (средняя номинальная ставка равнялась 5,7% при средней за год инфляции в 6,7%). По итогам января 2022 г. реальная ставка равнялась уже -0,2%, а в начале февраля (после заседания Совета директоров регулятора) стала положительной, увеличившись до 0,7%. В дальнейшем, по мере замедления инфляции, реальная ставка продолжит расти. Возвращение ставки в нейтральный диапазон планируется в 2024 г. Таким образом, в ближайшие два года можно ожидать сохранения жесткой денежно-кредитной политики, которая будет замедлять темп роста совокупного спроса.

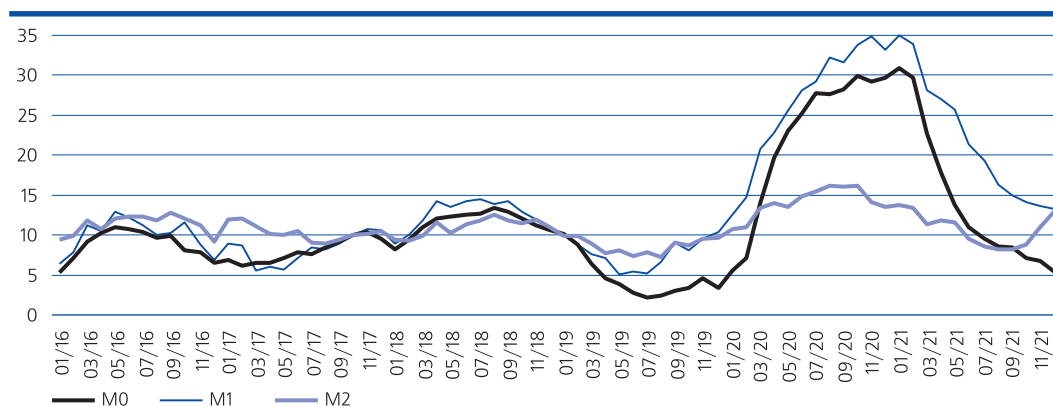
Осенью 2021 г. значительно увеличился темп прироста денежной массы в национальном определении: темп роста M2 по итогам 2021 г. составил 13% к предыдущему году и практически сравнялся с темпами роста этого показателя по итогам 2020 г. (13,5%). (См. рис. 1.) Причиной ускорения (по компонентам) стал рост срочных вкладов, в первую очередь на-

селения, из-за усиления их привлекательности вследствие повышения ставок. При этом темп роста агрегата M0 в декабре продолжал замедляться (до 5,4% в годовом выражении) с рекордных уровней второй половины 2020 г. В 2022 г. ожидается замедление роста денежной массы из-за повышения процентных ставок и введения макроprudенциальных мер, направленных на ограничение темпов роста кредитования.

По итогам января 2022 г. инфляция в России в годовом измерении достигла 8,7% (5,2% к январю 2020 г.), превысив целевой ориентир ЦБ РФ на 4,7 п.п., что стало наибольшим значением с февраля 2017 г. (См. рис. 2.) За первый месяц года потребительские цены выросли на 0,99% (на 0,67% в январе 2021 г.). С устранением сезонности потребительская инфляция в январе текущего года составила 0,71% к декабрю предыдущего, или 8,9% в аннуализированном представлении<sup>2</sup>, ускорившись по сравнению с декабрем 2021 г. (0,60 и 7,4% соответственно)<sup>3</sup>.

Об устойчивом характере инфляционных процессов свидетельствует ускорившаяся по сравнению с декабрем базовая инфля-

**Рис. 1. Динамика денежных агрегатов в 2016–2021 гг., в % к соответствующему месяцу предыдущего года**



Источник: Банк России.

<sup>2</sup> Инфляция за месяц, возведенная в степень 12.

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

ция<sup>4</sup> (0,82% в январе после 0,63% в декабре). Годовая базовая инфляция в январе достигла 9,2% и находилась выше аналогичного показателя потребительской инфляции три месяца подряд, что говорит о более медленном росте административно регулируемых цен и сезонных компонент ИПЦ по сравнению с другими компонентами индекса. (См. рис. 2.)

Одним из факторов ускорения инфляции стал перенос произошедшего в ноябре 2021 – январе 2022 гг. ослабления валютного курса рубля в цены (за три месяца рубль к доллару обесценился на 7%). (См. рис. 3.) Этот фактор, несмотря на стабилизацию и укрепление рубля в конце января – начале февраля, продолжит оказывать проинфляционное влияние еще на протяжении трех-шести месяцев из-за лаговых эффектов переноса курса в цены.

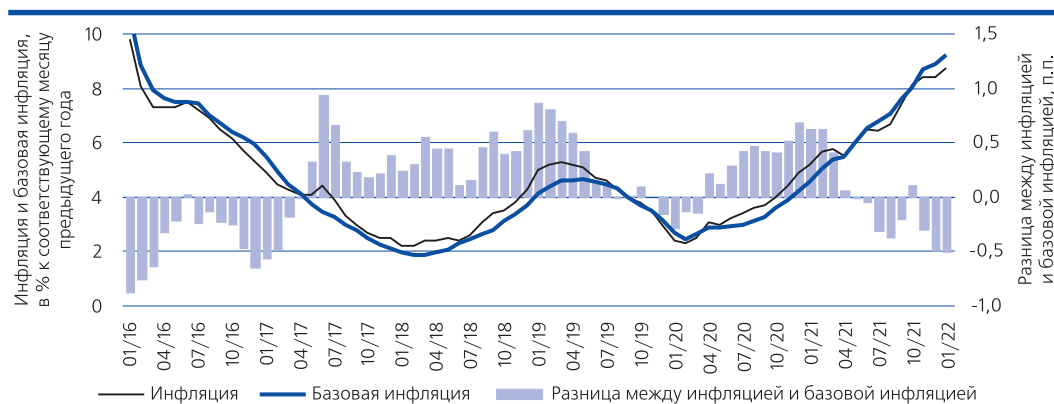
Ключевым фактором ускорения инфляции в январе оставался быстро восстанавливавшийся в конце 2021 г. потребительский спрос: по данным Росстата<sup>5</sup>, оборот розничной торговли в четвертом квартале 2021 г. вырос относительно аналогичного периода предыдущего года на 4,3% (в том числе в декабре – на 5,3%) и оказался на 2,5% выше, чем в четвер-

том квартале допандемийного 2019 г. (в том числе в декабре – на 3,1%).

Все более значимой причиной повышенной инфляции становятся инфляционные ожидания населения, бизнеса и аналитиков. Несмотря на снижение в январе 2022 г. на 1,1 п.п. – до 13,7%<sup>6</sup>, инфляционные ожидания населения на год вперед остаются на повышенном уровне, отклоняясь от диапазона 8–10%, в котором они находились в период низкой инфляции 2018–2019 гг. Согласно данным мониторинга Банка России<sup>7</sup> ценовые ожидания предприятий на ближайшие три месяца в январе продолжили расти, достигнув наибольших значений с мая 2008 г., а средний ожидаемый предприятиями темп роста цен в ближайшие три месяца составил 5,8% в годовом выражении.

На стороне предложения проинфляционным фактором остается быстрое увеличение заработной платы, которая в ноябре 2021 г. достигла двузначных темпов роста в номинальном выражении – 12,1% к ноябрю 2020 г. (ускорение в реальном выражении до 3,4%). Высокому темпу роста заработной платы способствует низкая безработица, которая в тече-

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



Источник: Росстат.

<sup>4</sup> Без учета цен, связанных с сезонными и административными факторами.

<sup>5</sup> URL: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-12-2021.pdf>

<sup>6</sup> URL: [https://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary\\_expectations/Infl\\_exp\\_22-01/](https://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/Infl_exp_22-01/)

<sup>7</sup> URL: [http://www.cbr.ru/statistics/ddkp/price\\_expectations/](http://www.cbr.ru/statistics/ddkp/price_expectations/)

ние четырех месяцев (с сентября 2021 г.) держится на минимальном уровне (4,3%). Дефицит рабочей силы будет обуславливать дальнейший рост заработных плат и инфляцию издержек, а высокий потребительский спрос позволит производителям переносить растущие издержки в цены своей продукции. Помимо этого, инфляцию издержек разгоняет повышение закупочных цен промежуточной продукции из-за продолжающегося роста мировых цен на продовольствие (индекс цен ФАО в январе текущего года продолжал повышаться, увеличившись по сравнению с декабрем предыдущего на 1,1%) и энергоресурсы (мировая цена нефти марки Urals выросла за тот же период на 18,5%).

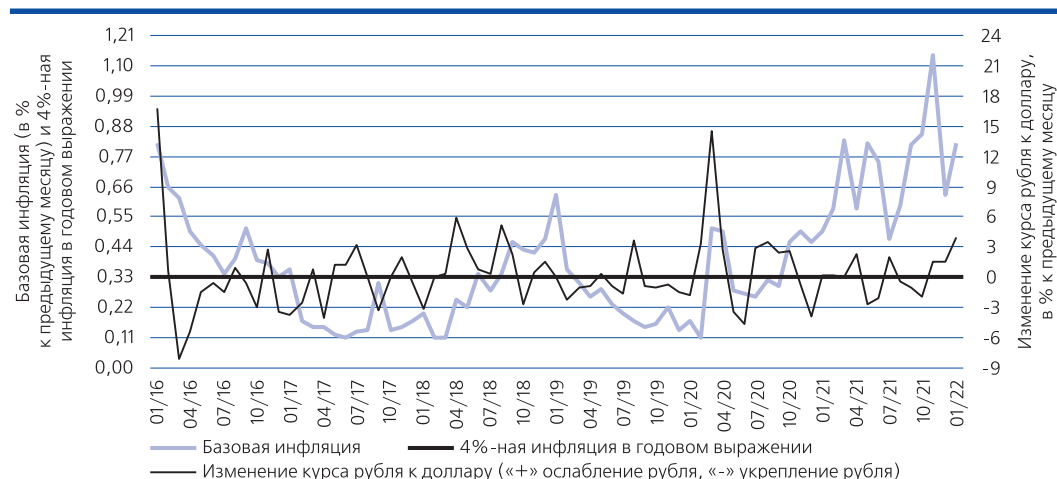
Среди компонент потребительской инфляции наибольшее ускорение роста цен в январе текущего года произошло в группе услуг. В частности, подорожали услуги зарубежного туризма, что объясняется, во-первых, техническими причинами – увеличением веса в потребительской корзине поездок на отдых в Турцию (с 0,2 до 0,4%) и включением с 2022 г. в потребительскую корзину поездок на отдых

в Египет (вес 0,1%); во-вторых, ослаблением курса рубля в январе 2022 г. Ускорившийся рост цен по другим категориям услуг связан с продолжающимся восстановлением объема платных услуг населению (по итогам четвертого квартала 2021 г. рост этого показателя относительно того же периода 2020 г. составил 14% и 2,1% – 2019 г.). По данным еженедельного мониторинга Росстата, потребительские цены за первые четыре дня февраля повысились на 0,17%, а, по оценкам Минэкономразвития России<sup>8</sup>, годовая инфляция ускорилась до 8,8%. Вероятнее всего, пиковое значение годовой инфляции, с учетом эффектов базы начала 2021 г., будет пройдено в апреле 2022 г., а начиная с мая этот показатель начнет устойчиво снижаться.

В январе продолжилось ускорение глобальной инфляции. В крупнейших развитых и развивающихся странах (за небольшим исключением) увеличились темпы роста потребительских цен. (См. рис. 4 и 5.)

В частности, в США годовая инфляция по итогам января 2022 г. обновила 40-летний максимум и достигла 7,5% (базовая инфляция

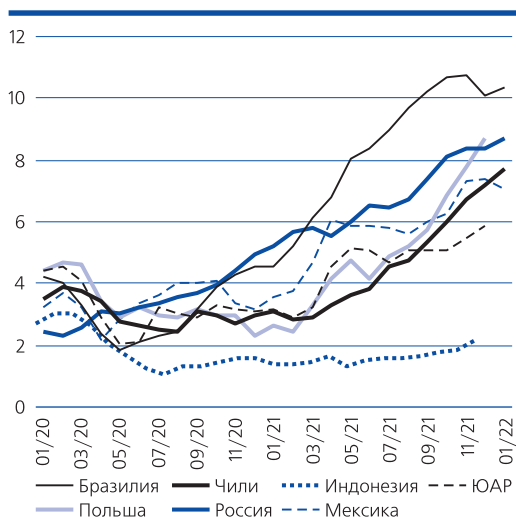
Рис. 3. Базовая инфляция и динамика курса рубля к доллару в 2016–2022 гг.



Источник: Росстат, ЦБ РФ.

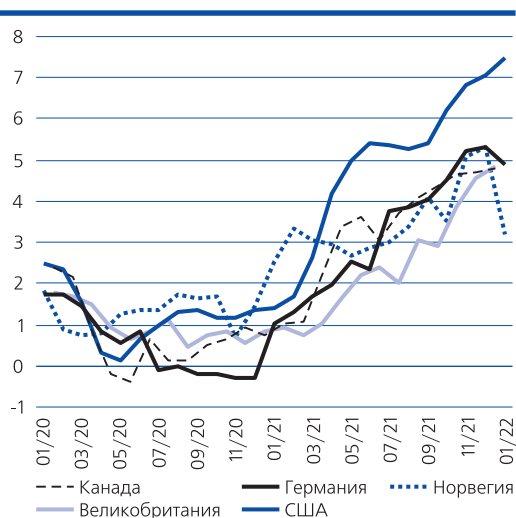
<sup>8</sup> URL: <https://www.economy.gov.ru/material/file/e9037b2dade7d57acaa8b6ad4f0fc4d7/09022022.pdf>

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



Источник: МВФ.

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



Источник: МВФ.

составила 6%). Замедление годовой инфляции в январе 2022 г. произошло в Германии (до 4,9% после 5,3% в декабре) и Мексике (соответственно до 7,1% после 7,4%). Причины сохранения высокой глобальной инфляции остаются неизменными: рост цен на торгуемые товары вследствие повышения тарифов на контейнерные перевозки и увеличения времени доставки грузов; рост мировых цен на энергоносители; низкий урожай сельскохозяйственных культур в отдельных странах.

Принятые Банком России решения о повышении ключевой ставки, а также сигнал о ее дальнейшем увеличении на ближайших заседаниях будут способствовать снижению инфляции и инфляционных ожиданий. Тем не менее, учитывая инерционность годовой инфляции, ее устойчивое замедление ожидается не ранее лета 2022 г., при этом на протяжении всего года инфляция будет находиться выше целевого ориентира в 4% и вернется к нему не ранее середины 2023 г. ■

### Bank of Russia's Key Rate Hits its Record High since May 2017

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

*On February 11, the Bank of Russia's key rate was increased by 1 p.p. to 9.5% per annum. This is its highest value since May 2017. The decision was adopted in response to the ongoing inflation acceleration that resulted from an actively expanding aggregate demand, shortage of labor resources, the proinflationary situation on world markets, and high inflationary expectations. The Bank of Russia did not play down the severity of its signal compared to its previous press release, which points to the high probability of a continuing monetary*

*tightening cycle. Annual inflation in January skyrocketed to 8.7%, which is its record high since February 2016. Given the inertia in the movement of annual inflation, it will remain above its target of 4% throughout 2022, to return to the target no earlier than mid-2023.*

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

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