

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ИНФЛЯЦИЯ В НАЧАЛЕ 2023 г.

Ю. Н. ПЕРЕВЫШИН  
П. В. ТРУНИН

Банк России по итогам заседания 10 февраля 2023 г. оставил ключевую ставку без изменений на уровне 7,5% годовых, что совпало с консенсус-прогнозом аналитиков и ожиданиями финансового рынка. Однако ЦБ РФ ужесточил сигнал о дальнейшей динамике ключевой ставки по сравнению с прошлым пресс-релизом, указав, что в случае усиления проинфляционных рисков будет оценивать целесообразность повышения ставки на ближайших заседаниях. Также был повышен диапазон среднего ожидаемого регулятором значения ключевой ставки в 2023–2024 гг. на 0,5 п.п. Такое решение обусловлено усилением инфляционного давления, ростом бюджетных расходов, ухудшением условий внешней торговли.

По итогам января годовая инфляция (за последние 12 месяцев) продолжила замедляться, составив 11,7%, однако уровень потребительских цен за первый месяц года вырос на 0,84%, что, с устранением сезонности, составляет 6,1% в аннуализированном представлении и значительно превышает средний уровень аннуализированной инфляции за четвертый квартал 2022 г. (3,2% квартал к кварталу, SAAR). Согласно нашему прогнозу к концу 2023 г. инфляция составит 6,6% в годовом выражении, что близко к верхней границе прогноза инфляции Банка России (5–7%).

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

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

10 февраля 2023 г. Совет директоров Банка России на очередном заседании принял решение оставить ключевую ставку без изменений на уровне 7,5% годовых. Ставка остается на неизменном уровне с середины сентября прошлого года на протяжении трех заседаний подряд.

Это решение совпало с ожиданиями аналитиков<sup>1</sup> и было обусловлено ускорившейся в начале 2023 г. инфляцией, повышенным уровнем инфляционных ожиданий населения и бизнеса, ростом заработных плат, восстановлением потребительского спроса, увеличением бюджетных расходов. Прогнозы инфляции на конец текущего и следующего года ЦБ РФ оставил без изменений на уровне 5–7 и 4% соответственно.

Банк России ужесточил сигнал о дальнейшей динамике ключевой ставки по сравнению с предыдущим пресс-релизом, отметив, что в случае усиления проинфляционных рисков будет рассматривать вопрос о повышении

ставки на одном из ближайших заседаний. Ужесточение сигнала было подкреплено расширением диапазона ожидаемого среднего значения ключевой ставки в 2023–2024 гг. на 0,5 п.п.

ЦБ РФ также улучшил прогноз по динамике ВВП на 2023 г. Текущий прогноз находится в интервале от -1 до +1% — после предполагавшегося в октябрьском прогнозе падения ВВП в 2023 г. на 1–4%. Прогноз темпа прироста ВВП повышен за счет улучшения прогноза по потреблению домохозяйств (ЦБ РФ ожидает положительную динамику этого показателя в 2023 г.) и экспорта (вместо падения на 7,5–11,5%, ожидавшегося в октябрьском прогнозе, теперь предполагается умеренное снижение на 2,5%). Существенно изменен прогноз по импорту, предполагающий его двузначный рост в 2023 г. (в октябрьском прогнозе ожидалось, что импорт продолжит снижение и в нынешнем году). Устойчивое возвращение инфляции к цели Банк России по-прежнему прогнозирует

Перевышин Юрий Николаевич, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент, e-mail: perevyshin-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@ier.ru

<sup>1</sup> URL: <https://www.interfax.ru/business/885293>

не ранее 2024 г., отмечая, что во втором-третьем кварталах 2023 г. годовая инфляция может оказаться ниже 4%.

На 2023 г. повышен прогноз темпа прироста денежной массы в национальном определении (с 10–15 до 13–17%), при этом прогноз требований банковской системы к экономике практически не изменился. Это может указывать на то, что в 2023 г. больший, чем предполагалось ранее, вклад в динамику M2 будет вносить государственный сектор и/или продолжающаяся девальютизация вкладов. Прогноз динамики показателей монетарного сектора на 2024–2025 гг. не претерпел никаких изменений по сравнению с октябрьской версией, несмотря на более высокую ожидаемую траекторию ставки в 2024 г.

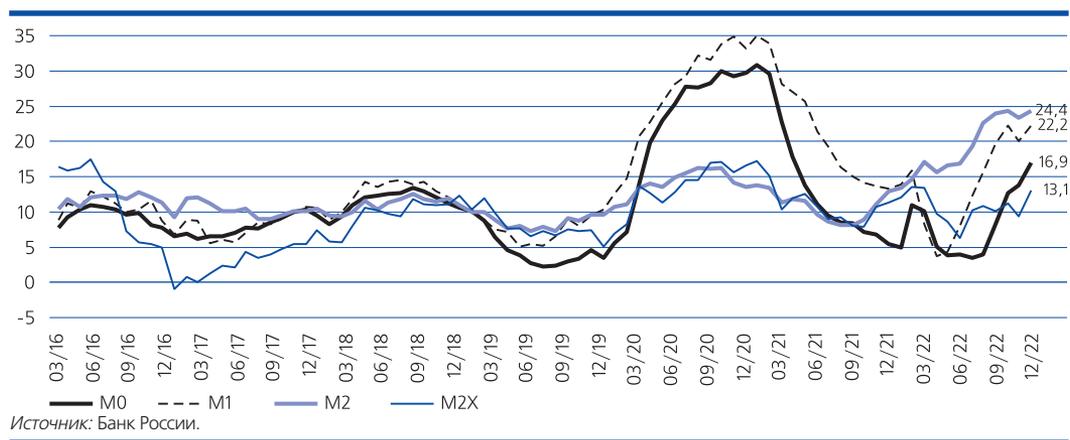
Отметим, что темп прироста денежной массы по итогам 2022 г. составил 24,4% в годовом выражении (что стало максимальным значением с 2010 г.) и оказался близок к середине прогнозного интервала, опубликованного Банком России в октябре (23–26%). (См. рис. 1.) Широкая денежная масса по итогам 2022 г. выросла на 13,1%. Различия в темпах роста M2 и M2X подчеркивают активную девальютизацию депозитов, происходившую в 2022 г. Об этом же свидетельствует и положительный вклад сократив-

шихся валютных депозитов в формирование денежной массы. (См. рис. 2.)

Одновременно чистые требования к органам государственного управления (бюджетный канал) в 2022 г. также вносили положительный вклад в формирование M2. Рост денежной массы по бюджетному каналу объяснялся снижением обязательств Банка России перед органами государственного управления из-за расходования средств ФНБ на покрытие дефицита бюджета, а также расширением требований кредитных организаций к правительству вследствие активного размещения облигаций в четвертом квартале, также направленного на покрытие дефицита федерального бюджета, который по итогам 2022 г. (по оценкам Минфина России) достиг 2,3% ВВП. Однако нефтегазовый дефицит федерального бюджета в 2022 г. превысил 10% ВВП, что стало наибольшим значением с 2011 г. Рост дефицита федерального бюджета продолжился и в начале 2023 г.

За декабрь-январь до распорядителей бюджетных средств было доведено более 10 трлн руб. (около 7% ВВП). При этом исполнение расходов в январе 2023 г. (3,1 трлн руб.) оказалось почти на 60% выше, чем в первом месяце прошлого года, — согласно заявлению

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

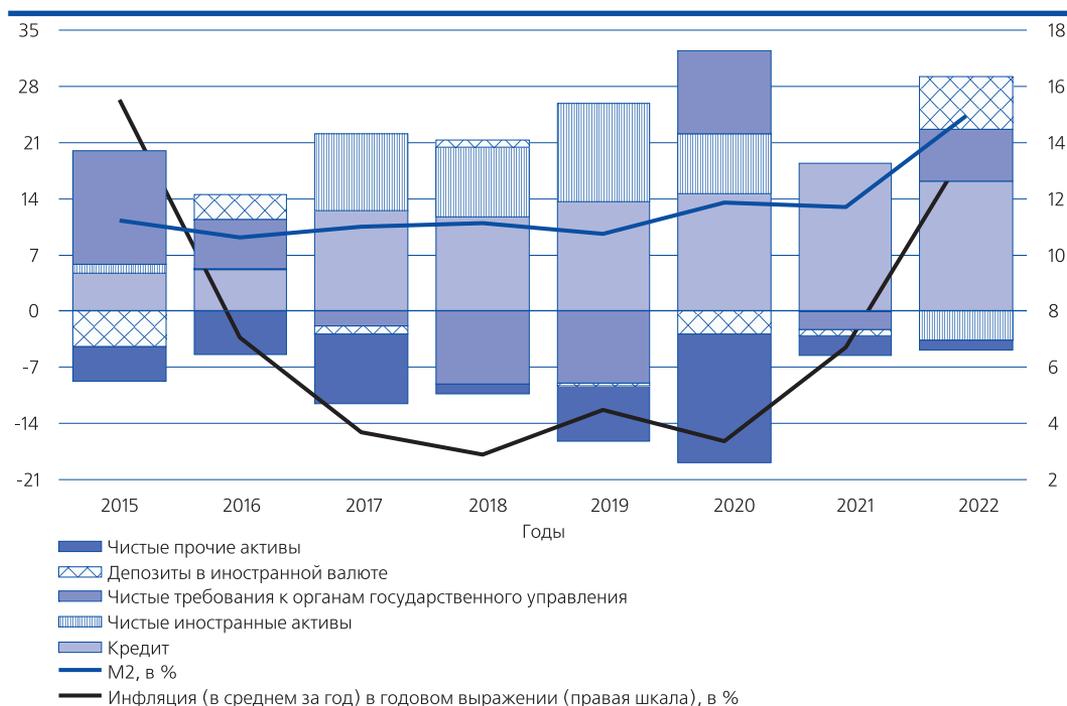


Минфина России, это объясняется оперативным заключением контрактов и авансированием финансирования по отдельным контрактным расходам<sup>2</sup>. По мере распределения этих средств среди конечных получателей и их трансформации в расходы на потребительском рынке инфляционное давление начнет нарастать, что может потребовать более решительных действий со стороны ЦБ РФ.

По итогам января 2023 г. инфляция в РФ в годовом выражении снизилась до 11,8% (см. рис. 3), а уровень потребительских цен увеличился в этом месяце на 0,84%. С устранением сезонности<sup>3</sup> потребительская инфляция в январе оценивается на уровне 0,5% к предыду-

щему месяцу, или 6,1% в аннуализированном представлении<sup>4</sup>, что выше цели Банка России (в декабре этот показатель также находился на уровне 6,1%). Трехмесячное скользящее среднее аннуализированной инфляции в январе также превысило (впервые с июля 2022 г.) целевой ориентир, составив 5,0%. (См. рис. 4.) Базовая инфляция<sup>5</sup> в январе ускорилась до 0,3% (после околонулевой динамики в декабре). Следовательно, цены на регулируемые и волатильные компоненты в январе росли быстрее цен прочих товаров (равно как и в декабре, что было обусловлено индексацией тарифов ЖКХ на 9%). По итогам первого месяца 2023 г. базовая инфляция в годовом выра-

**Рис. 2. Декомпозиция M2 по источникам формирования (исключая валютную переоценку) в 2015–2022 гг., п.п.**



Источник: Банк России, Росстат, расчеты авторов.

<sup>2</sup> URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=38368-predvaritelnaya\\_otsenka\\_ispolneniya\\_federalnogo\\_byudzheta\\_za\\_yanvar\\_2023\\_goda](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38368-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_za_yanvar_2023_goda)

<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.

жении снизилась до 13,7%, а разрыв между базовой и общей инфляцией сократился до 2 п.п. (См. рис. 3.)

По компонентам индекса потребительских цен наибольший вклад в январскую инфляцию внесли продовольственные товары (примерно 0,5 п.п.), однако практически весь этот рост был вызван сезонным подорожанием плодоовощной продукции, которая подорожала в январе на 11,7%, а ее вклад в общую инфляцию достиг 0,47 п.п. Непродовольственные товары по итогам января подорожали относительно предыдущего месяца на 0,21%, а вклад этой группы в общую инфляцию составил 0,07 п.п. Стоимость услуг в январе выросла на 1,01%, а их общий вклад в динамику ИПЦ равнялся 0,28 п.п.

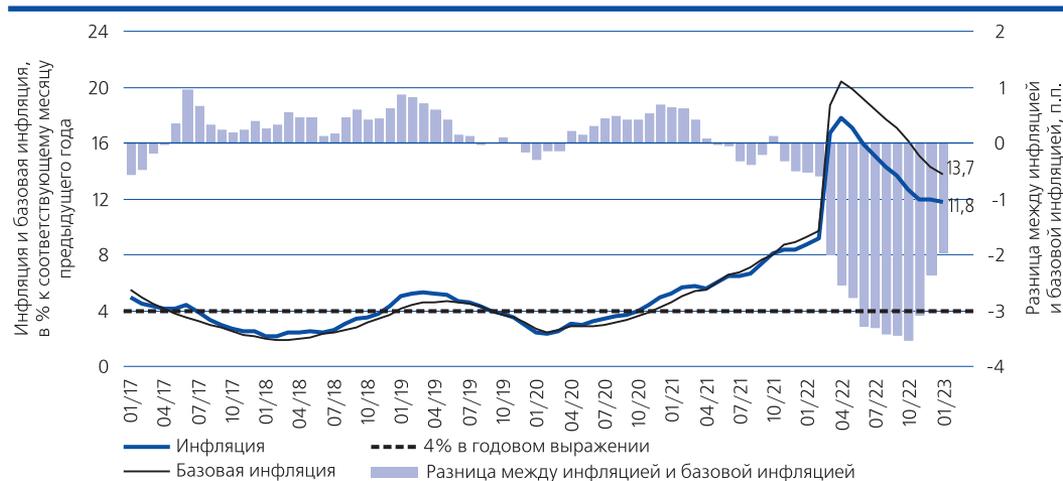
Отметим, что продолжившееся в январе усиление инфляционного давления началось в четвертом квартале 2022 г., когда квартальная сезонно сглаженная аннуализированная инфляция (квартал к кварталу, SAAR) повысилась до 3,2% после 1,3% в третьем квартале 2022 г. Важными факторами ускорения инфляции в последнем квартале 2022 г. — начале 2023 г. стали ослабление рубля (номинальный

эффективный валютный курс рубля снизился в четвертом квартале по сравнению с предыдущим на 3,5%) и постепенный перенос этого ослабления в цены. Поддержку рублю оказало возобновление с 13 января 2023 г. операций на валютном рынке в рамках механизма бюджетного правила, в ходе которого в январе Банк России продавал иностранную валюту (юани) на сумму, эквивалентную 3,2 млрд руб. в день, а в феврале объем таких продаж вырос до 8,9 млрд руб.

Тем не менее ослабление рубля в январе — начале февраля продолжилось (номинальный эффективный курс рубля в январе снизился на 6,8%) вследствие сокращения экспортной выручки из-за введенных ограничений на товары российского энергетического экспорта при продолжающемся восстановлении импорта, а также оттока капитала.

Потребительский спрос по итогам четвертого квартала 2022 г. оставался низким (по данным Росстата<sup>6</sup>, падение оборота розничной торговли составило в этот период в годовом выражении 9,5% после 9,4% по итогам предыдущего квартала и 9,8% во втором квартале 2022 г.), что способствовало замедлению

Рис. 3. Динамика общей и базовой инфляции в 2017–2023 гг.



<sup>6</sup> URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind\\_12-2022.xlsx](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind_12-2022.xlsx)

инфляции. Однако оперативные индикаторы указывают на восстановление потребительского спроса в январе 2023 г. Это будет приводить к закрытию отрицательного разрыва выпуска (как за счет восстановления спроса, так и за счет падения предложения) и постепенному снижению отрицательного вклада этого фактора в инфляцию в первом квартале 2023 г.

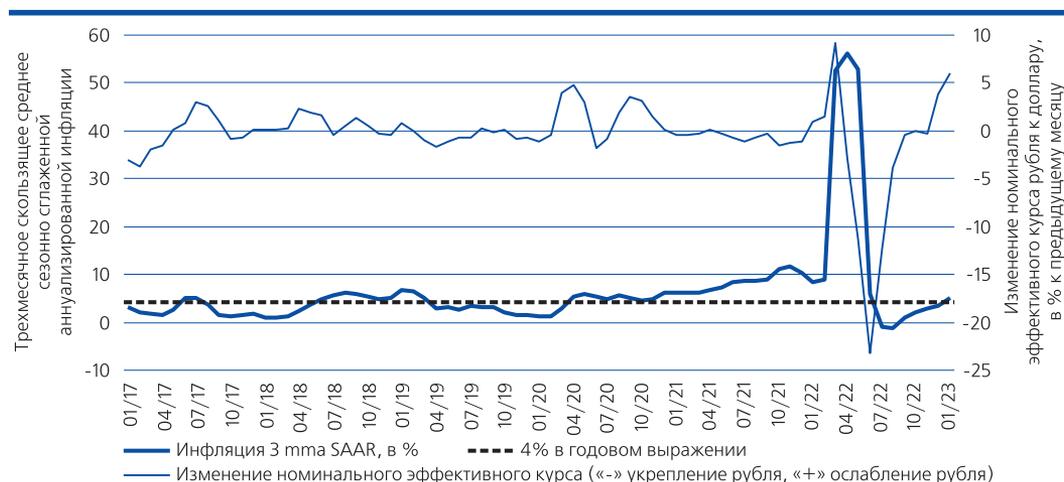
Инфляционные ожидания населения и бизнеса в конце 2022 – начале 2023 гг. снижались: ожидаемый населением в течение следующих 12 месяцев рост цен составил в январе 2023 г. 11,6%<sup>7</sup>, что ниже среднего уровня в 2021 г. (12,1%), но выше уровня 2020 г. (9,1%). Инфляционные ожидания населения сохраняются на повышенном уровне и будут являться одним из проинфляционных факторов в 2023 г.

Согласно нашему модельному прогнозу<sup>8</sup> квартальная сезонно сглаженная аннуализированная

ванная инфляция составит 5,6; 6,6; 7,0 и 7,2% в первом, втором, третьем и четвертом кварталах 2023 г. соответственно. Такому прогнозу квартальной инфляции соответствует замедление годовой инфляции в конце первого квартала (по итогам марта) до 3,7%; по итогам июня годовая инфляция составит 4,1%, а к концу года она ускорится до 6,6%, составив в среднем за 2023 г. 5,0%.

Основными причинами ускорения инфляции станут эффект переноса валютного курса в цены наряду с постепенным закрытием отрицательного разрыва выпуска вследствие восстановления совокупного спроса – как за счет трат сбережений населением, так и роста государственных расходов, а также сжатия совокупного предложения, обусловленного уменьшением трудовых ресурсов и ограничениями в отношении российского экспорта, введенными западными странами. ■

**Рис. 4. Трехмесячное скользящее среднее сезонно сглаженной аннуализированной инфляции и динамика курса рубля в 2017–2023 гг.**



Источник: Росстат, ЦБ РФ.

<sup>7</sup> URL: [https://www.cbr.ru/collection/collection/file/43697/infl\\_exp\\_23-01.pdf](https://www.cbr.ru/collection/collection/file/43697/infl_exp_23-01.pdf)

<sup>8</sup> Более подробно о модели см.: Перевышин Ю.Н. Краткосрочное прогнозирование инфляции в российской экономике // Экономическая политика. 2022. Т. 17. № 5. С. 1–18 / Perevyshin Yu.N. Short-Term Inflation Forecasting in the Russian Economy // Economic Policy. 2022. Vol. 17. No. 5. Pp. 1–18.

### Monetary Policy and Inflation in Early 2023

**Yury N. Perevyshin** – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences, Associated Professor (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

*The Bank of Russia has left the key rate unchanged at 7.5% per annum at the meeting on February 10, which coincided with the consensus forecast of analysts and expectations of the financial market. However, the Central Bank tightened the signal on further dynamics of the key rate as compared to the previous press-release, indicating that in case of strengthening of pro-inflation risks it will evaluate the expediency of the rate increase at the nearest meetings. The range of the regulator's average expected value of the key rate in 2023–2024 was also raised by 0.5 p.p. The decision is conditioned by intensification of the inflationary pressure, growth of budget expenditures and deterioration of terms of foreign trade.*

*As of the end of January, the annual inflation rate (over the last 12 months) continued to slow down and amounted to 11.7%. However, consumer prices rose by 0.84% in January, which seasonally adjusted stands at 6.1% in annualized terms and significantly exceeds the average level of annualized inflation for Q4 2022. According to our forecast, by the end of 2023 inflation will stand at 6.6% year-on-year (YoY), which is close to the upper bound of the forecast of inflation of the Bank of Russia (5–7%).*

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

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