
Макроэкономика

НИЗКАЯ ИНФЛЯЦИЯ ПОЗВОЛИЛА ЦБ РФ НЕ МЕНЯТЬ КЛЮЧЕВУЮ СТАВКУ, НО ИНФЛЯЦИОННОЕ ДАВЛЕНИЕ БУДЕТ РАСТИ

Ю. Н. ПЕРЕВЫШИН
П. В. ТРУНИН

Консенсус-прогноз аналитиков и ожидания финансового рынка совпали с решением Банка России на заседании Совета директоров от 28 апреля 2023 г. оставить ключевую ставку без изменений – на уровне 7,5% годовых. При этом сигнал о дальнейшей направленности денежно-кредитной политики стал несколько более жестким по сравнению с прошлым пресс-релизом, отражая усилившееся инфляционное давление.

По итогам апреля годовая инфляция (за последние 12 месяцев) замедлилась до 2,3%, при этом уровень потребительских цен вырос за этот месяц на 0,38%, что, с устранением сезонности, составляет 3,4% в аннуализированном представлении. В марте-апреле сохранилось повышенное инфляционное давление в услугах и стало нарастать в непродовольственном секторе. С июня годовая инфляция начнет ускоряться и, по нашему прогнозу, к концу текущего года составит около 6%.

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

JEL: E31, E52, F31.

Умеренный рост цен, а также снижение инфляционных ожиданий населения, которые в апреле составили 10,4%¹, обусловили решение Совета директоров Банка России, состоявшегося 28 апреля 2023 г., оставить ключевую ставку без изменений – на уровне 7,5% годовых.

При этом Банк России несколько ужесточил сигнал о дальнейшей динамике ключевой ставки по сравнению с прошлым пресс-релизом, отметив, что в условиях постепенного усиления инфляционного давления на ближайших заседаниях будет оценивать целесообразность повышения ставки.

В обновленном среднесрочном прогнозе Банк России на 1,5 п.п. повысил ожидания по темпу прироста ВВП за 2023 г. Текущий прогноз находится в интервале от 0,5 до 2%, что близко к обновленному в апреле прогнозу

Минэкономразвития России (1,2%). Прогноз темпа роста ВВП повышен за счет улучшения динамики потребления домохозяйств (ЦБ РФ ожидает активного восстановления этого показателя с темпом 3,5–5,5% в 2023 г. после падения на 1,4% в 2022 г.) и валового накопления основного капитала (прогноз улучшен сразу на 4,5 п.п. и теперь предполагает прирост в диапазоне 0,0–3,0%) за счет инвестиционных проектов крупных компаний с государственным участием. Прогноз по экспорту и импорту ухудшен на 3,0 и 4,0 п.п. соответственно. Банк России ожидает примерно 10%-ного роста импорта (после снижения на 15% по итогам 2022 г.) и продолжения падения экспорта на 2,5–5,5% (после сокращения на 14,2% в 2022 г.).

Прогноз инфляции на конец 2023 г. понижен на 0,5 п.п. – до 4,5–6,5%, что связано как

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

¹ URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43911/Infl_exp_23-04.pdf

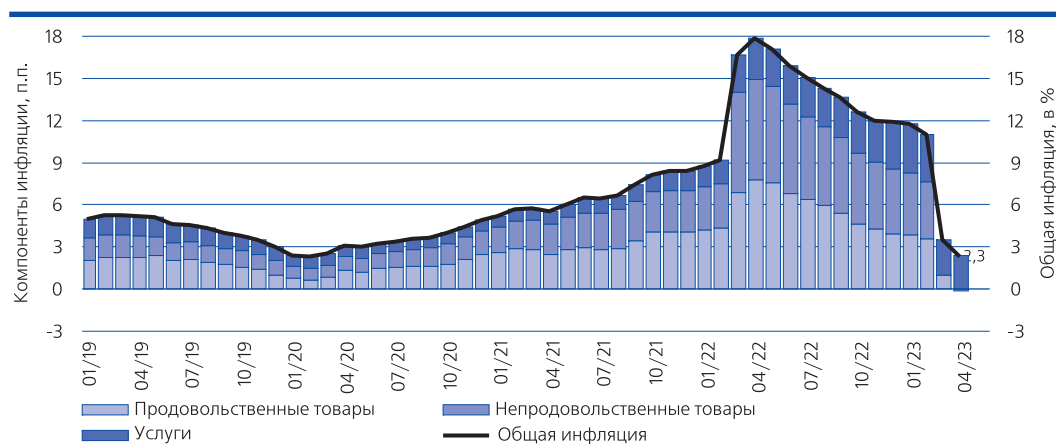
с более низкой (чем ожидалось в февральском прогнозе) инфляцией в марте-апреле, так и с более длительным дезинфляционным влиянием разовых факторов: хорошего урожая 2022 г., снижения склонности к потреблению вследствие роста неопределенности и продолжающейся адаптации потребителей к изменению набора доступных импортных товаров долговременного пользования. Банк России отмечает, что во втором квартале 2023 г. годовая инфляция (за последние 12 месяцев) достигнет минимума, после чего начнет постепенно расти по мере выхода из расчета этого показателя низких значений прироста цен лета 2022 г. и увеличения инфляционного давления со стороны восстанавливающегося потребительского спроса².

Также ЦБ РФ повысил прогноз на 2023 г. темпов роста показателей монетарного сектора (денежной массы и кредита), что связано с улучшением ожидаемой динамики ВВП на этот год и фактическими данными за его первый квартал. Ожидаемые в текущем году темпы роста денежной массы, превышающие

темпы роста кредитования, объясняются стимулирующей бюджетно-налоговой политикой и продолжающимся увеличением дефицита государственного бюджета. Нарастание дефицита федерального бюджета продолжилось в апреле, и его значение за первые четыре месяца 2023 г., по оценке Минфина России, достигло 3,4 трлн руб.³, на 0,5 трлн руб. превысив плановую величину на весь 2023 г. При этом дефицит федерального бюджета за скользящий год по итогам апреля оценивается на уровне 7,9 трлн руб., или около 5% ВВП. Стимулирующая бюджетно-налоговая политика по-прежнему остается одним из важных проинфляционных факторов в среднесрочном периоде.

По итогам апреля 2023 г. инфляция в России в годовом выражении снизилась до 2,3%. (См. рис. 1.) Так как из расчета были исключены высокие значения месячной инфляции в марте-апреле 2022 г., когда быстрыми темпами дорожали продовольственные и непродовольственные товары. Положительный вклад в годовую инфляцию по итогам апреля внесли

Рис. 1. Вклад отдельных компонент в годовую инфляцию в 2019–2023 гг.



Источник: Росстат.

² URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43959/2023_02_ddcp.pdf

³ URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38473-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_za_yanvar-aprel_2023_goda

только услуги, по которым происходит dogoняющий рост цен. В непродовольственных товарах за прошедшие 12 месяцев наблюдалась дефляция (-0.3%), продовольственные товары характеризовались околонулевой динамикой цен, а стоимость услуг выросла год к году на 9,4%, что и обеспечило весь годовой прирост цен потребительской корзины в апреле. (См. рис. 1.)

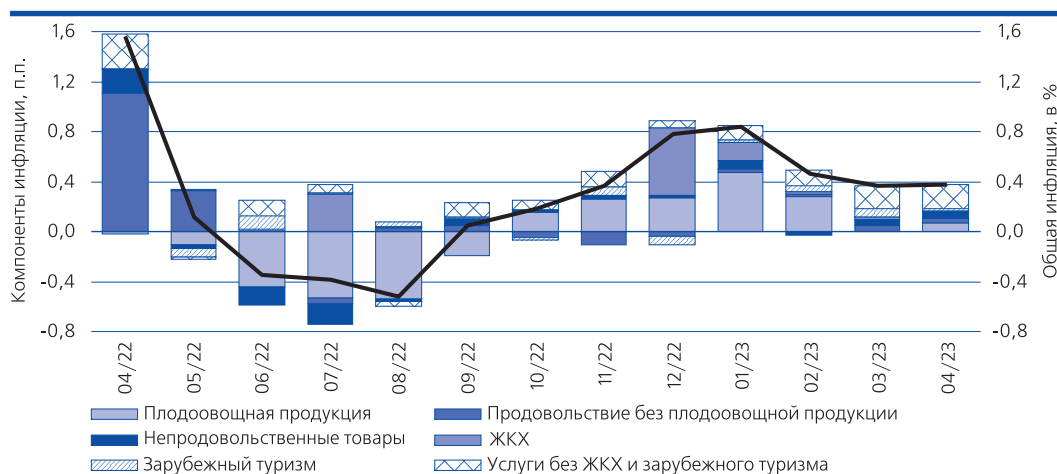
За апрель уровень потребительских цен увеличился на 0,38%, при этом наибольший вклад в удорожание потребительской корзины (как и в марте) внес рост цен на услуги, очищенные от ЖКХ и зарубежного туризма (+0,19 п.п.). (См. рис. 2.) Увеличение цен на плодоовощную продукцию повысило апрельскую инфляцию на 0,07 п.п.

С устранением сезонности⁴ потребительская инфляция в апреле оценивается в месячном выражении на уровне 0,28%, или 3,4% в аннуализированном представлении⁵ (SAAR), что очень близко к значениям февраля и марта. (См. рис. 3.)

Среди компонент инфляции было отмечено ускорение роста цен на непродовольственные товары в марте-апреле, что может быть связано с ослаблением рубля в начале 2023 г. Тем не менее непродовольственная инфляция в аннуализированном представлении остается ниже 4% (с мая 2022 г.) — это по-прежнему объясняется сдержанным потребительским спросом, о чем свидетельствует существенное сжатие оборота розничной торговли непродовольственными товарами — -10,6% по итогам первого квартала 2023 г.⁶

Динамика цен на услуги в аннуализированном представлении сохраняется на уровне выше 4% с июня 2022 г. и, за исключением декабря 2022 г., когда проводилась индексация цен на услуги ЖКХ, колеблется в месячном выражении на уровне около 8% SAAR. Это обусловлено тем, что темп роста цен на услуги в марте-апреле 2022 г. отставал от темпа роста цен на товары, поэтому с середины прошлого года происходит процесс возврата относительных цен к уровням, наблюдавшимся

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



Источник: Росстат, расчеты авторов.

⁴ Сезонное сглаживание инфляции выполнено в программе R с использованием пакета seasonal.

⁵ Инфляция за месяц, возведенная в степень 12.

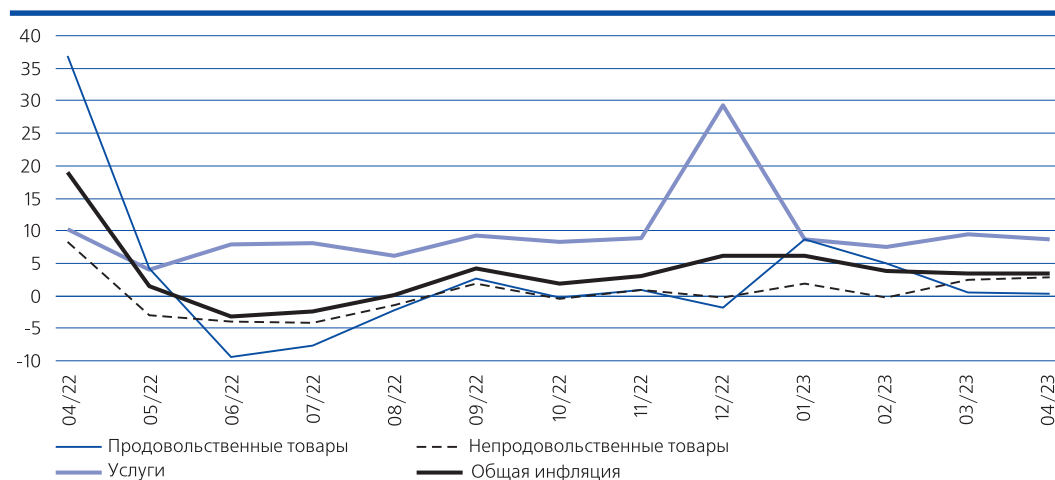
⁶ URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind_03-2023.xlsx

до февраля 2022 г., а также продолжающимся восстановлением спроса в сфере услуг после его резкого сокращения в период пандемии коронавируса.

Трехмесячное скользящее среднее аннуализированной инфляции (3 mma SAAR) в апреле опустилось ниже 4% (после превышения этого уровня в январе-марте) и составило

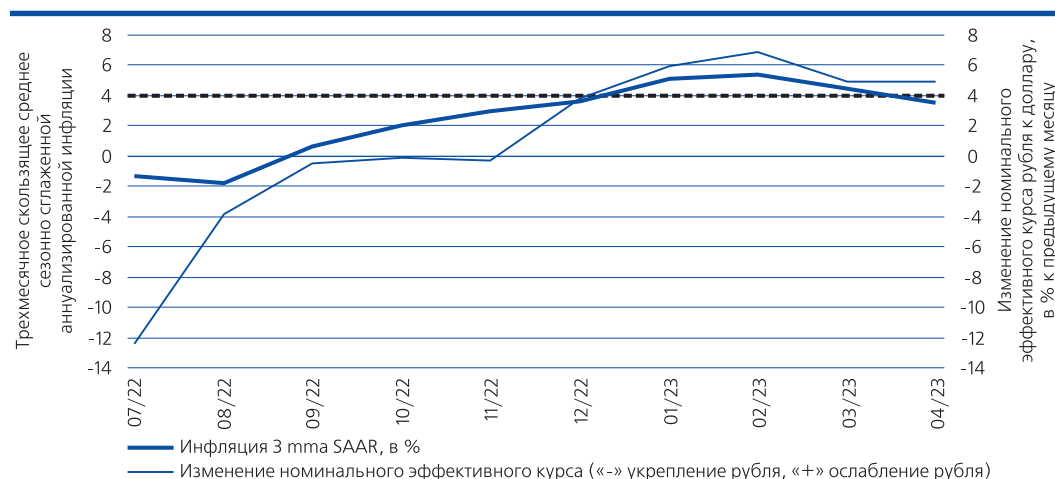
3,6%. Рубль в марте-апреле продолжал обесцениваться: в марте к валютам ключевых торговых партнеров он подешевел на 3,3%, а в апреле – на 6,7% (см. рис. 4), что объясняется сокращением экспортной выручки из-за введенных ограничений на товары российского энергетического экспорта при продолжающемся восстановлении импорта. Хотя в пер-

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



Источник: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 4. Динамика инфляции и курса рубля в 2022–2023 гг.



Источник: Росстат, ЦБ РФ.

вой половине мая рубль укрепился до уровней, соответствующих началу апреля, перенос курса в цены в ближайшие месяцы останется проинфляционным фактором.

Согласно нашему модельному прогнозу⁷ квартальная сезонно сглаженная аннуализированная инфляция составит 6,8 и 6,5% в третьем и четвертом кварталах 2023 г. соответственно. Такому прогнозу квартальной инфляции соответствует ускорение годовой инфля-

ция до 5,3% по итогам сентября и 6,1% — к концу года, а средний уровень инфляции в 2023 г. составит 5,8%.

Основными причинами ускорения инфляции станут эффект переноса валютного курса в цены наряду с постепенным закрытием отрицательного разрыва выпуска вследствие восстановления совокупного спроса за счет как трат сбережений населения, так и роста государственных расходов. ■

Low Inflation Allowed the Russian Central Bank to Leave the Key Rate Unchanged, but Inflationary Pressure Will Grow

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-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

Analysts' consensus-forecast and the financial market's expectations were in line with the Central Bank of Russia's decision of April 28, 2023 to leave the key rate unchanged at the level of 7.5% annually. However, the message about the further direction of the monetary policy has become tougher as compared with the previous press-release, reflecting the higher inflationary pressure. Based on results of April 2023, the annual inflation rate (over the past 12 months) slowed down to 2.3% with the level of consumer prices increasing by 0.38% in April which is equal to 3.4% year-on-year with seasonal adjustment. In March-April, a higher inflationary pressure remained in services and started to grow in non-food products. From June, annual inflation will speed up and amount, by our estimates, to about 6% annually.

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

JEL-codes: E31, E52, F31.

⁷ 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.