

---

# Макроэкономика

## РЕАЛИЗОВАВШИЕСЯ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ ПРИВЕЛИ К ЗНАЧИТЕЛЬНОМУ ПОВЫШЕНИЮ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

Ю. Н. ПЕРЕВЫШИН  
П. В. ТРУНИН

Банк России 15 сентября 2023 г. повысил ключевую ставку на 100 б.п. — до 13,0% годовых, что стало третьим подряд заседанием, закончившимся ужесточением денежно-кредитной политики. С 21 июля ставка была повышена на 550 б.п. Помимо этого был дан достаточно жесткий сигнал о дальнейшей направленности монетарной политики, а опубликованный прогноз по ставке допускает ее повышение еще на 100 б.п. в октябре.

По итогам августа годовая инфляция (за последние 12 месяцев) ускорилась до 5,2%, при этом уровень потребительских цен за август вырос на 0,28%, что, с устранением сезонности, составляет 10,0% в годовом выражении. В июле-августе ускорился рост цен на непродовольственные товары и продовольствие, за исключением плодоовощной продукции, что стало, в том числе, следствием переноса в цены снизившегося с начала года почти на 30% курса рубля. Согласно нашим оценкам, инфляция продолжит ускоряться и к концу года составит 6,5–7% год к году. Устойчивое замедление годовой инфляции начнет лишь с середины 2024 г., и к концу 2024 г. она снизится до 5–6%.

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

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

15 сентября 2023 г. Совет директоров Банка России на очередном заседании по монетарной политике принял решение повысить ключевую ставку на 100 б.п. — до 13,0% годовых. Ставка была повышена на третьем заседании подряд (в том числе на внеплановом, состоявшемся 15 августа), и с 21 июля ее прирост достиг 550 б.п. Ранее выше 13% годовых ключевая ставка была в периоды с декабря 2014 г. до апреля 2015 г. и с марта до мая 2022 г. Причиной ужесточения денежно-кредитной политики стал рост инфляционного давления в результате быстрого расширения внутреннего спроса и ослабления рубля. Решение принималось в условиях повышенной неопределенности ожиданий аналитиков, часть которых предполагала, что регулятор не изменит ставку, а часть ожидала ее повышения на 100–200 б.п.<sup>1</sup>

Свое решение Банк России сопроводил достаточно жестким сигналом о дальнейшей динамике ключевой ставки, отметив, что на ближайших заседаниях будет оценивать целесообразность ее повышения, а возвращение инфляции к цели в 4% годовых потребует поддержания жестких денежно-кредитных условий. Свои намерения ЦБ РФ подтвердил в обновленном прогнозе (по плану прошедшее заседание не было опорным и не предполагало публикации прогноза), из которого следует, что в качестве базового сценария Банк России рассматривает сохранение ключевой ставки на неизменном уровне до конца года либо ее повышение еще на 100 б.п. на октябрьском заседании. На 2024 г. прогноз ключевой ставки повышен на 300 б.п. (до 11,5–12,5%) по сравнению с июльским заседанием, а прогноз

---

Перевышин Юрий Николаевич, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук, доцент, e-mail: perevushin-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/920668>

средней инфляции на 2024 г. увеличен лишь на 0,2–0,5 п.п. (до 5,0–5,6%), что выглядит достаточно оптимистично и предполагает быструю стабилизацию месячной сезонно сглаженной инфляции вблизи цели уже в начале 2024 г. По нашим оценкам, ценовое давление в третьем квартале текущего года увеличилось по сравнению со вторым примерно на 5 п.п. в терминах квартальной сезонно сглаженной аннуализированной инфляции (SAAR), что соизмеримо повышению ключевой ставки за этот период.

Таким образом, с учетом ожидаемого замедления инфляции в четвертом квартале 2023 г., текущий уровень ключевой ставки является достаточным для возвращения инфляции к цели в среднесрочном периоде. В случае, если инфляционное давление продолжит нарастать во второй половине сентября – начале октября, то регулятор может повысить ставку еще на 100 б.п. на октябрьском заседании, что будет соответствовать верхней границе прогнозного диапазона ключевой ставки на 2023 г.

Банк России сохранил свои ожидания по динамике ВВП на 2023 г. и понизил верхнюю границу диапазона его роста на 2024 г. на 1 п.п. (0,5–1,5%) за счет ухудшения прогноза динамики потребления домашних хозяйств, накопления основного капитала и экспорта, что объясняется ужесточением денежно-кредитных условий и замедлением темпа роста кредитования экономики в 2024 г. на 2,0 п.п. (до 7,0–12,0%). Примечательно, что Банк России ожидает снижения потребления домохозяйств в 2024 г. на 0,5–1,5% (в июле прогнозировалась положительная динамика этого показателя – 0,0–2,0%). Таким образом, регулятор прогнозирует замедление роста экономики за счет охлаждения внутреннего спроса, воздействуя повышением ключевой ставки, в том числе, на кредитную активность.

Прогноз инфляции на конец 2023 г. повышен Банком России до 6,0–7,0% вследствие

возросшего ценового давления, обусловленного увеличением внутреннего потребительского спроса, эффектом переноса ослабления рубля в цены, ростом инфляционных ожиданий<sup>2</sup>. Верхняя граница прогнозного диапазона годовой инфляции ЦБ РФ предполагает сезонно сглаженный средний рост цен в оставшиеся четыре месяца 2023 г. на уровне 9,5% в пересчете на годовые темпы, что, в предположении о неизменности ключевой ставки, дает оценку нижней границы реальной ставки процента на уровне 3,5% годовых. Соответственно, даже в случае сохранения инфляционного давления до конца года на текущих уровнях реальная ставка оказывается выше нейтрального уровня, который, по оценке регулятора, составляет 1,5–2,5%<sup>3</sup>. Проведение жесткой денежно-кредитной политики позволяет Банку России прогнозировать замедление годовой инфляции к концу 2024 г. до 4%.

При этом можно ожидать снижения ценового давления к концу года ввиду принятых регулятором мер по охлаждению экономики, даже несмотря на ускорение инфляции за предыдущие 12 месяцев, которая по итогам августа 2023 г. составила 5,2%. (См. рис. 1.) Рост годовой инфляции, начавшийся с мая 2023 г., связан с выходом из базы расчета рекордно низких значений месячной инфляции в мае–июне 2022 г., а также с ускорением роста цен на непродовольственные и продовольственные товары в июле–августе 2023 г. Несмотря на это, в августе по-прежнему значительную часть (примерно половину) вклада в годовую инфляцию вносили услуги, активно дорожавшие с середины 2022 г. до середины 2023 г. (См. рис. 1.)

За август уровень потребительских цен увеличился относительно предыдущего месяца на 0,28%, а наибольший вклад в удорожание потребительской корзины (так же, как и в июле) внес рост цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции (0,23 п.п.) и не-

<sup>2</sup> URL: <https://www.cbr.ru/press/keypr/>

<sup>3</sup> URL: [https://www.cbr.ru/about\\_br/publ/ondkp/on\\_2024\\_2026/](https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2024_2026/)

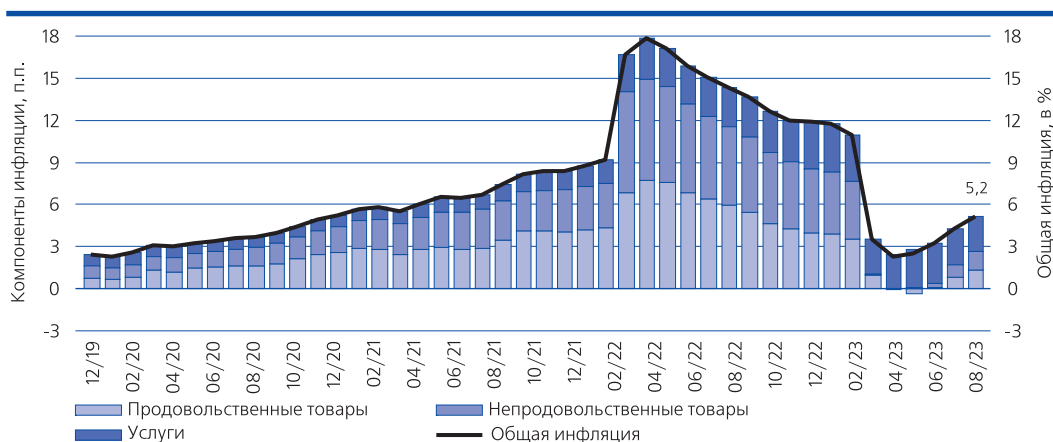
продовольственные товары (0,40 п.п.). (См. рис. 2.) Кроме того, уже на протяжении четырех месяцев подряд значимый вклад в рост потребительских цен (0,35 п.п. из 1,6%-ного роста потребительских цен, т.е. около 22%) вносит удорожание бензина и дизельного топлива (с мая по август 2023 г. повышение цен на моторное топливо составило 7,6% — выше, чем суммарный рост цен этой категории с апреля 2021 по апрель 2023 гг.). Причинами увеличения цен на топливо стали ослабление рубля, а также осуществленная в конце июля корректировка демпферного механизма, согласно которой с сентября 2023 г. произошло снижение на 50% выплат производителям нефтепродуктов при поставке моторного топлива на внутренний рынок.

В августе текущего года продолжилось установившееся в июле снижение цен на плодоовощную продукцию, снизив месячную инфляцию на 0,25 п.п., а также впервые с мая 2022 г. было зафиксировано снижение цен на услуги, что уменьшило августовский темп прироста потребительских цен на 0,09 п.п. Снижение цен на услуги практически полностью объясняется

удешевлением на 5% услуг пассажирского транспорта: снизились цены на авиаперелеты и проезд железнодорожным транспортом.

С устранением сезонности<sup>4</sup> потребительская инфляция в августе оценивается нами на уровне 0,8% в месячном выражении, или 10,0% в аннуализированном представлении<sup>5</sup> (SAAR), что близко к значениям июля. (См. рис. 3.) Среди компонент инфляции отмечается ускорение роста цен (выше целевого уровня в 4%) на продовольственные товары в июле-августе, а также на непродовольственные товары, которые дорожают темпами выше 4% с мая 2023 г. Причинами этого являются эффект переноса (за первые восемь месяцев 2023 г. индекс номинального эффективного курса рубля свидетельствует об ослаблении национальной валюты на 28,6%) и повышенный потребительский спрос на непродовольственные товары, на что указывает активный восстановительный рост оборота розничной торговли непродовольственными товарами: 13,8% в годовом выражении по итогам второго квартала 2023 г. и 17,2% — в июле 2023 г. к июлю предыдущего года.<sup>6</sup>

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



Источник: Росстат.

<sup>4</sup> Сезонное сглаживание инфляции выполнено в программе R с использованием пакета seasonal.

<sup>5</sup> Инфляция за месяц, возведенная в степень 12.

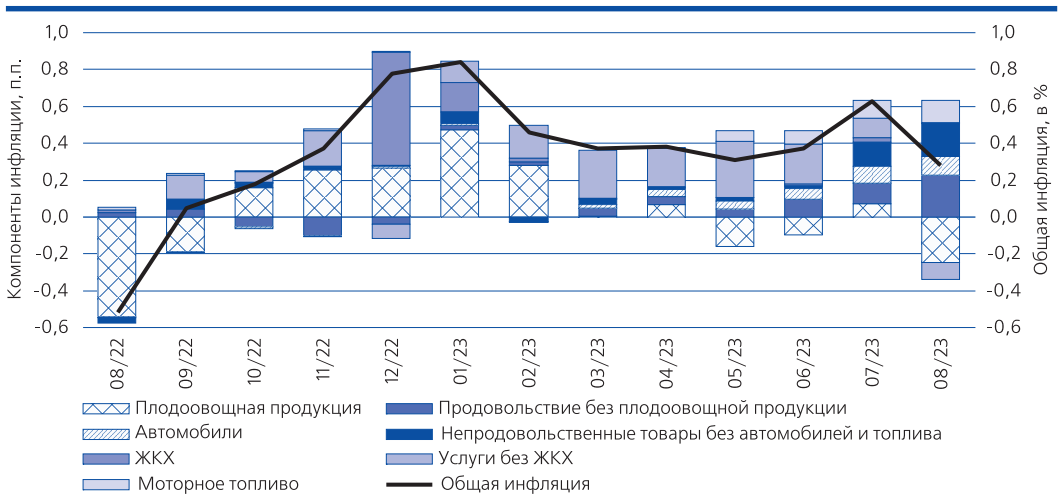
<sup>6</sup> URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind\\_07-2023.xlsx](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind_07-2023.xlsx)

Динамика цен на услуги в аннуализированном представлении в июле-августе сохранялась на уровне ниже 4% (с июля 2022 г. по июнь 2023 г. этот показатель был существенно выше таргета ЦБ РФ). Если в июле это было связано с переносом индексации услуг ЖКХ на декабрь 2022 г., то августовское замедление

темпа роста цен на услуги указывает на завершение периода восстановления сектора услуг от последствий пандемии коронавируса.

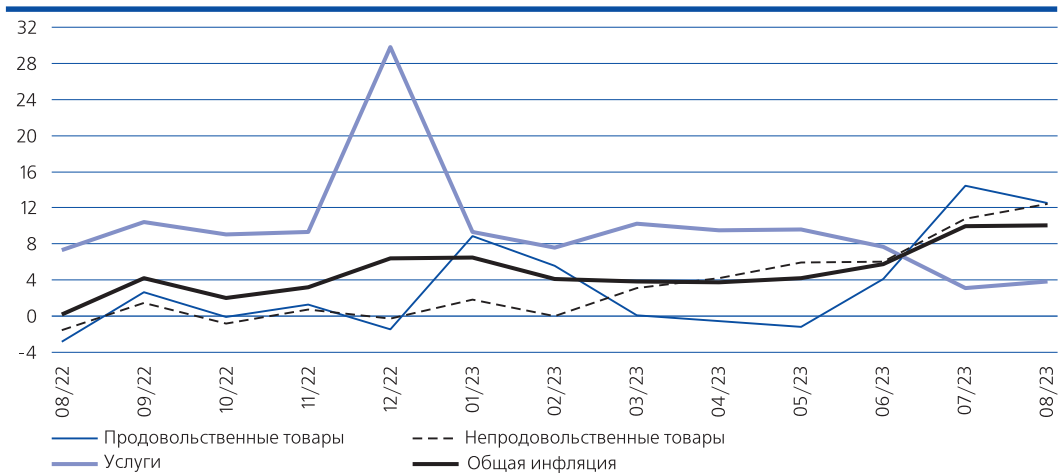
Трехмесячное скользящее среднее аннуализированной инфляции (3 мта SAAR) в августе превысило отметку в 8% (целевой уровень в 4% был превышен еще по итогам июня).

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



Источник: Росстат, расчеты авторов.

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



Источник: Росстат, расчеты авторов.

Курс рубля к валютам основных торговых партнеров в летние месяцы снизился суммарно на 13,6%, что увеличит годовой темп прироста потребительских цен на величину от 0,7 до 1,0 п.п. до конца 2023 г., а скользящее трехмесячное среднее (см. рис. 4) указывает на устойчивое ослабление национальной валюты с декабря прошлого года.

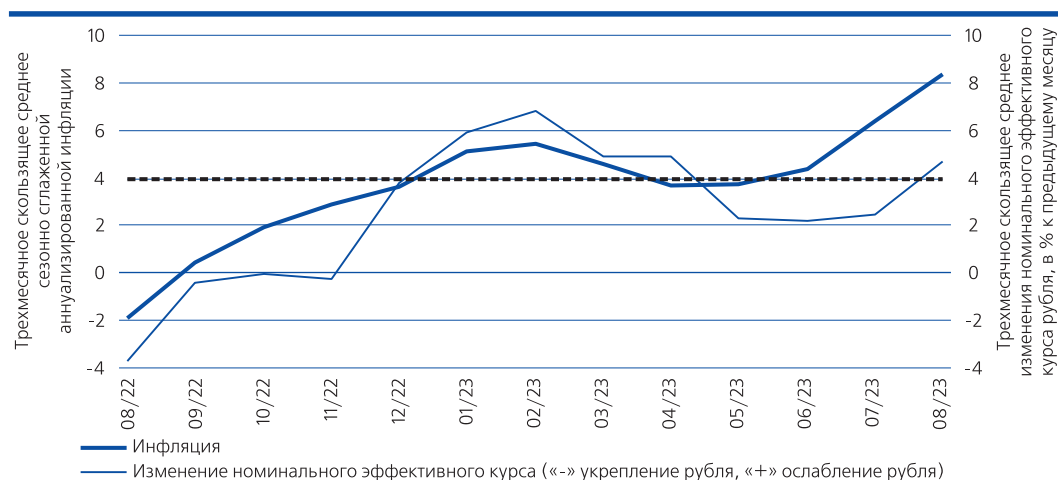
Во второй половине августа ситуация с курсом рубля стабилизировалась. Тем не менее перенос произошедшего ослабления курса в цены останется проинфляционным фактором в ближайшие месяцы.

Согласно нашему модельному прогнозу<sup>7</sup>, к декабрю 2023 г. годовая инфляция составит 6,5–7%, достигнет своего пика в конце второго квартала 2024 г. (7,5%), а к концу 2024 г.

замедлится до 5–6%. Квартальная сезонно сглаженная инфляция начнет замедляться уже с четвертого квартала 2023 г.

Основными причинами замедления инфляции станут закрытие положительного разрыва выпуска вследствие охлаждения потребительского и инвестиционного спроса из-за жесткой монетарной политики, а также постепенное исчерпание эффекта переноса валютного курса в цены. Отличие от прогноза Банка России обусловлено большей инерционностью темпа роста цен в нашем прогнозе, который предполагает стабилизацию очищенной от сезонности инфляции на уровне 4% к концу 2024 г., тогда как ЦБ РФ прогнозирует замедление текущих темпов роста цен к целевым уже в начале 2024 г. ■

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



Источник: Росстат, ЦБ РФ.

<sup>7</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.

## **Inflation Risks Have Led to a Sizable Increase in the Key Rate**

**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

*On September 15, the Bank of Russia raised the key rate by 100 bps to 13.0% per annum, which was the third consecutive meeting that ended with a tightening of monetary policy. Since July 21, the rate had been raised by 550 bps. In addition, a rather tight signal was given on the further trajectory of monetary policy and the published forecast on the rate allows its increase by another 100 bps in October.*

*In August, annual inflation (over the last 12 months) accelerated to 5.2% with the consumer price level rising by 0.28% in August, which seasonally adjusted amounts to 10.0% in annualized terms. In July-August, the price growth for non-food products and foodstuffs with the exception of fruit and vegetables accelerated, which was, among other things, a result of the ruble exchange rate pass-through that fell by almost 30% since the beginning of the year. According to our estimates, annual inflation will continue to accelerate and will amount to 6.5–7% year-on-year by the end of the year. A steady slowdown in annual inflation will commence only from mid-2024 and by the end of 2024 it will drop to 5–6%.*

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

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