

## БАНК РОССИИ АНОНСИРОВАЛ ПРОДОЛЖИТЕЛЬНЫЙ ПЕРИОД ЖЕСТКОЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

**Перевышин Ю.Н.**, к.э.н., доц., с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС;

**Трунин П.В.**, д.э.н., руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института Гайдара

*Банк России 16 февраля сохранил ключевую ставку на уровне 16,0% годовых, подчеркнув, что достижение целевого уровня инфляции потребует продолжительного периода поддержания жестких денежно-кредитных условий. По итогам января годовая инфляция (за последние 12 месяцев) осталась на уровне 7,4%, при этом уровень потребительских цен за январь вырос на 0,86%, что с устранением сезонности составляет 6,7% в пересчете на годовые темпы роста. Таким образом, текущая инфляция в январе ускорилась по сравнению с декабрем 2023 г., но была ниже уровней IV квартала 2023 г. (9,1% в пересчете на годовые темпы). Рисками ускорения инфляции остаются быстрое расширение внутреннего спроса и рост бюджетных расходов. Согласно нашим прогнозам, годовая инфляция продолжит ускоряться до конца II квартала 2024 г., ее пиковый уровень составит 8,0%. Устойчивое замедление годовой инфляции начнется с середины 2024 г., и к концу 2024 г. она снизится до 5,5–6,0%.*

16 февраля 2024 г. Совет директоров Банка России на очередном заседании по монетарной политике принял решение сохранить ключевую ставку на неизменном уровне 16,0% годовых. Решение совпало с ожиданиями аналитиков<sup>1</sup>. С высокой вероятностью текущий цикл ужесточения денежно-кредитной политики, начавшийся 21 июля прошлого года и продолжавшийся подряд 5 заседаний Совета директоров Банка России (включая внеплановое, состоявшееся 15 августа 2023 г.), завершен. В период с середины по конец 2023 г. ключевая ставка выросла на 850 б.п. В пресс-релизе Банк России отметил, что возвращение инфляции к цели и ее дальнейшая стабилизация вблизи 4% потребуют поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике на протяжении продолжительного периода<sup>2</sup>. Свои намерения проведения сдерживающей монетарной политики Банк России подтвердил в обновленном прогнозе, повысив по сравнению с октябрьской версией прогноза среднее значение ключевой ставки в 2024–2025 гг. на 100 б.п. до 13,5–15,5% и 8,0–10,0% соответственно<sup>3</sup>. В пресс-релизе в явном виде не был дан сигнал о дальнейшей направленности ДКП, однако на пресс-

1 URL: <https://www.interfax.ru/business/946375>

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

3 URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/48891/forecast\\_240216.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/48891/forecast_240216.pdf)

конференции Председатель Банка России Э. Набиуллина заявила, что сигнал следует трактовать как нейтральный, а Совет директоров видит пространство для снижения ключевой ставки во второй половине 2024 г.<sup>1</sup>, отметив, что дальнейшая траектория ставки будет зависеть от скорости и характера дезинфляционных процессов. Банк России по-прежнему ожидает замедления годовой инфляции до 4–4,5% к концу 2024 г.

В конце января Банк России объявил об изменениях в коммуникационной политике. С февраля 2024 г. по итогам каждого заседания ЦБ РФ будет публиковать резюме обсуждения по ставке, в котором отразит ход дискуссии на Совете директоров, а по итогам опорных раундов представит комментарий к среднесрочному прогнозу<sup>2</sup>. Обе публикации появятся на сайте Банка России на 6-й рабочий день после решения по ставке. В то же время прекращается публикация доклада о денежно-кредитной политике.

В обновленном прогнозе Банк России повысил свои ожидания относительно динамики российского ВВП в 2024 г. до 1,0–2,0% за счет повышения прогноза по потребительским расходам, а также динамики валового накопления. При этом прогноз валового накопления основного капитала не изменился, что указывает на существенный пересмотр динамики запасов материальных оборотных средств: теперь регулятор не ожидает их отрицательного вклада в валовое накопление по итогам 2024 г. Понижен прогноз как по физическому (на 1,5 п.п.), так и по стоимостному (на 28 млрд долл.) объему экспорта в 2024 г. В базовый сценарий Банк России закладывает околонулевую динамику физического объема экспорта товаров и услуг в 2024 г. Прогноз по импорту, напротив, повышен на 2,5 п.п. по сравнению с октябрьским вариантом. При этом, несмотря на более высокую ожидаемую траекторию ключевой ставки, Банк России на 1 п.п. повысил прогноз темпов прироста корпоративного кредитования (до 6–11%) в 2024 г., что привело к соответствующему повышению прогноза темпов прироста денежной массы. Прогноз по кредиту населению, в том числе ипотечному, оставлен без изменений.

Прогноз ЦБ РФ инфляции на конец 2024 г. не изменился и составляет 4,0–4,5%, несмотря на то что согласно февральскому макроэкономическому опросу Банка России<sup>3</sup> ожидаемая аналитиками инфляция на конец 2024 г. достигает 4,9%. Прогноз по средней инфляции в 2024 г. незначительно скорректирован до 6,0–6,5%, в то время как ожидания аналитиков составляют 6,9%. Таким образом, экспертное сообщество предполагает траекторию инфляции в 2024 г. в среднем на 0,4 п.п. выше верхней границы прогноза монетарных властей.

По итогам января 2024 г. инфляция за предыдущие 12 месяцев сложилась на уровне 7,4% (рис. 1). С декабря 2023 г. основной вклад (около 41%) в годовую инфляцию вновь стал вносить рост цен на продовольственные товары, а на долю непродовольственных товаров и услуг в декабре-январе приходилось около 29–30% годового прироста цен всей потребительской корзины (рис. 1). В январе Росстат опубликовал новые веса товаров и услуг потребительской корзины на 2024 г.<sup>4</sup>, оставив ее состав без изменений (566 наименований товаров и услуг). По сравнению с 2023 г. в потребительской корзине увеличился вес продовольственных товаров (на 0,49 п.п. до

1 URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=18423>

2 URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=18373>

3 URL: [https://cbr.ru/statistics/ddkp/mo\\_br/](https://cbr.ru/statistics/ddkp/mo_br/)

4 URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/CPR\\_gr\\_tov\\_RF\\_2001-2024.xlsx](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/CPR_gr_tov_RF_2001-2024.xlsx)

## Банк России анонсировал период жесткой монетарной политики

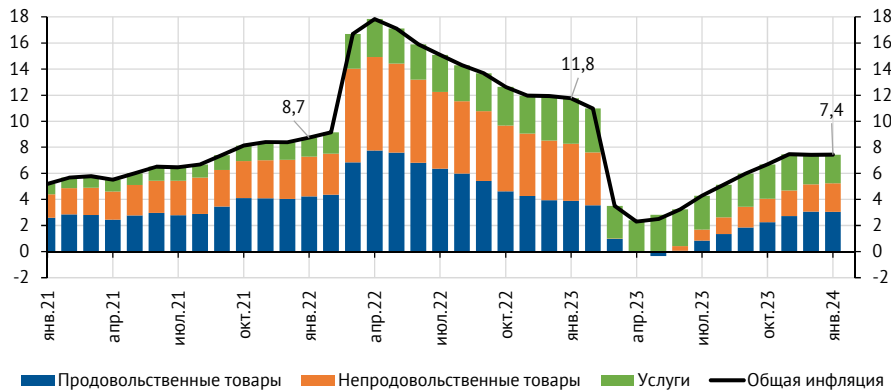


Рис. 1. Вклад компонент в годовую инфляцию, п.п.

Источник: Росстат.

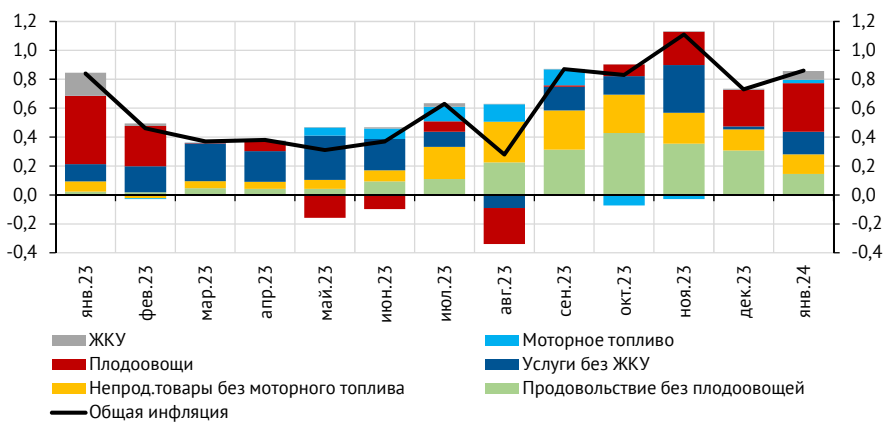


Рис. 2. Вклад отдельных компонент в месячную инфляцию, п.п.

Источник: Росстат, расчеты авторов.

38,12%) и услуг (на 0,61 п.п. до 27,85%), вес непродовольственных товаров снизился на 1,1 п.п. (до 34,03%).

За январь уровень потребительских цен вырос на 0,86% м/м. Около 39% удорожания потребительской корзины в январе объяснялось ростом цен на плодоовощную продукцию (+0,34 п.п.) (рис. 2). Наблюдавшееся в декабре замедление роста цен на услуги сменилось их активным удорожанием в январе, причем дорожали как регулируемые (жилищные услуги внесли вклад в январскую инфляцию в размере 0,06 п.п.), так и нерегулируемые компоненты (услуги за исключением ЖКУ добавили в январскую инфляцию 0,16 п.п.).

С устранением сезонности<sup>1</sup> потребительская инфляция в январе оценивается нами на уровне 0,54% м/м, или 6,7% в пересчете на годовые темпы роста (SAAR), что несколько выше декабрьского уровня в 5,9% SAAR (рис. 3), но ниже среднего за IV квартал 2023 г. уровня в 9,1% SAAR (рис. 4). Среди компонент сезонно сглаженной инфляции в январе по сравнению с декабрем вновь ускорились темпы роста цен на услуги (до 8,3% SAAR), повысилась инфляция в группе непродовольственных товаров (до 4,5% SAAR), текущий рост цен на продовольственные товары несколько замедлился (до 7,4% SAAR) (рис. 3).

<sup>1</sup> Сезонное сглаживание инфляции выполнено в программе R с использованием пакета seasonal.

## Мониторинг экономической ситуации в России

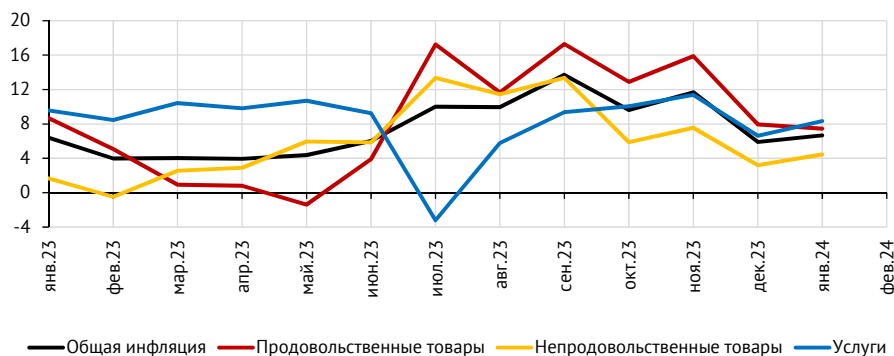


Рис. 3. Динамика общей инфляции и ее основных компонент, % SAAR

Источник: Росстат, оценки авторов.

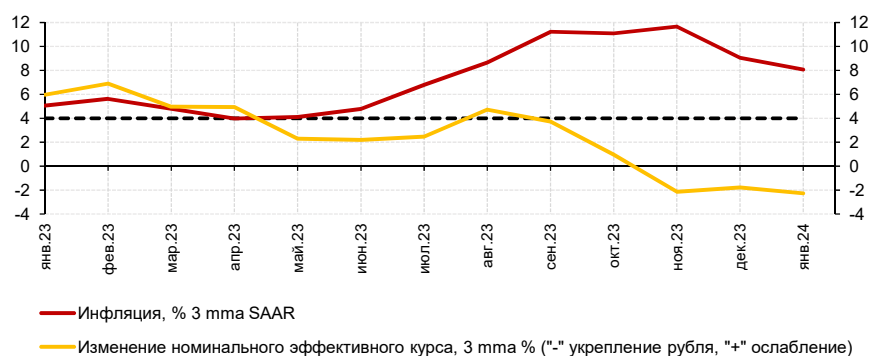


Рис. 4. Инфляция и динамика курса рубля к доллару США, м/м, %

Источник: Росстат, ЦБ РФ.


Несмотря на замедление текущего темпа роста цен в конце прошлого – начале нынешнего года с пиковых уровней сентября-ноября 2023 г., говорить об устойчивости дезинфляционного процесса пока рано. Одним из факторов замедления текущей инфляции в декабре 2023 г. – январе 2024 г. стало укрепление рубля: курс российской валюты по отношению к валютам основных торговых партнеров вырос за ноябрь 2023 г. – январь 2024 г. на 6,8% (рис. 4). Однако дальнейшее укрепление рубля будет во многом определяться состоянием торгового баланса, прогноз которого был значительно ухудшен Банком России. Еще одним фактором замедления инфляции стало ужесточение денежно-кредитных условий во второй половине 2023 г., обусловленное повышением ключевой ставки и проявившееся в замедлении потребительского и рыночного ипотечного кредитования. Высокие процентные ставки продолжают оказывать дезинфляционное влияние на протяжении текущего и следующего годов. Однако сохраняющийся положительный разрыв выпуска, низкий уровень безработицы и высокие темпы роста реальных заработных плат, поддерживаемые значительными бюджетными расходами, могут существенно замедлить процесс дезинфляции и привести к сохранению инфляции на уровне 6–7% или выше до конца текущего года.

Так, оперативные данные об исполнении федерального бюджета в первой половине февраля указывают на существенный рост расходов по сравнению с январскими значениями и февралем прошлого года<sup>1</sup>. Оценка

1 URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2024/02/19/1020945-rashodi-byudzheta-v-fevrale-rezko-uskorilis>

## Банк России анонсировал период жесткой монетарной политики

Росстата недельной инфляции с 6 по 12 февраля также свидетельствует об ускорении темпа роста цен в начале февраля<sup>1</sup>, а ее накопленное к 12 февраля значение оценивается в 0,32%, при этом рост цен по итогам всего февраля 2023 г. составил 0,46%. По оценке Министерства экономического развития, годовая инфляция к 12 февраля выросла до 7,6%<sup>2</sup>.

По нашим прогнозам, цены в феврале текущего года вырастут на 0,6–0,7% м/м, что будет соответствовать годовой инфляции в 7,6–7,7%. На протяжении I–II кварталов годовая инфляция продолжит ускоряться главным образом из-за эффекта базы, ее пиковый уровень составит около 8%. В то же время квартальная сезонно-сглаженная инфляция продолжит замедляться в основном из-за охлаждения потребительского и инвестиционного спроса и последующего постепенного закрытия положительного разрыва выпуска, снизившись во второй половине 2024 г. до 4,0–4,5% SAAR. Следствием этого станет замедление годовой инфляции, которая на конец года прогнозируется в диапазоне 5,5–6,0%. 

---

1 URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/20\\_14-02-2024.html](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/20_14-02-2024.html)

2 URL: [https://economy.gov.ru/material/file/a3acacf4f794881072f2d6f0caf1216/o\\_tekushchey\\_cenovoy\\_situacii\\_14\\_fevralya\\_2024\\_goda.pdf](https://economy.gov.ru/material/file/a3acacf4f794881072f2d6f0caf1216/o_tekushchey_cenovoy_situacii_14_fevralya_2024_goda.pdf)