

## 1. КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ ДОСТИГЛА МАКСИМУМА С 2017 ГОДА

**Божечкова А.В.**, к.э.н., заведующая лабораторией денежно-кредитной политики Института Гайдара; с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС;

**Трунин П.В.**, д.э.н., руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института Гайдара; директор Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

*Ключевая ставка ЦБ РФ увеличена на 1 п.п. до 8,5% годовых. Она достигла максимального значения с 2017 г. Это обусловлено ускорением инфляции вследствие расширения спроса в условиях сохраняющихся проблем с предложением товаров и услуг. По итогам ноября 2021 г. инфляция в годовом выражении достигла 8,4% и приблизилась к рекордным значениям за последние 5 лет. Учитывая инерционность инфляции, она еще продолжительное время будет находиться выше целевого ориентира в 4% и вернется к нему не ранее конца 2022 – начала 2023 г.*

17 декабря по итогам заседания Совета директоров Банка России было принято решение о повышении ключевой ставки на 1 п.п. до 8,5% годовых, что является максимальным значением с 2017 г. Это уже седьмое повышение ключевой ставки за текущий год, в результате которых ключевая ставка увеличилась в 2 раза. Принятое решение обусловлено сохранением высокой инфляции в ситуации быстрого расширения спроса при ограниченных возможностях наращивания выпуска.

По итогам ноября 2021 г. инфляция в России достигла 8,4% (4,9% в 2020 г.), превысив целевой ориентир ЦБ РФ на 4,4 п.п. и приблизившись к рекордным значениям за последние 5 лет. За ноябрь потребительские цены выросли на 0,96% (0,71% в ноябре 2020 г.), что несколько меньше по сравнению с октябрём 2021 г., когда были зафиксированы максимальные за последние 6 лет темпы прироста цен (1,1%).

ЦБ РФ уже второй раз за текущий год прибегает к столь значительному повышению ключевой ставки вследствие продолжительного отклонения инфляции от целевого значения и прогнозной траектории, а также роста инфляционных ожиданий. Принимая во внимание сохраняющиеся высокие инфляционные риски, цикл ужесточения монетарной политики, по нашему мнению, не ограничится 2021 г. По всей видимости, ключевая ставка будет сохраняться на высоком уровне в следующем году. Так, по базовому прогнозу ЦБ РФ, в 2022 г. ставка в среднем составит 7,3–8,3%, а в 2023 г. –

## 1. Ключевая ставка Банка России достигла максимума с 2017 года

5,5–6,5%. Это означает, что она вернется к нейтральному диапазону не ранее середины 2023 г.

Об устойчивом характере инфляционных процессов свидетельствует динамика базовой инфляции (без учета цен, связанных с сезонными и административными факторами). Так, в период с января по ноябрь 2021 г. она непрерывно увеличивалась с 4,6% (в январе 2021 г. к январю 2020 г.) до 8,7% (в ноябре 2021 г. к ноябрю 2020 г.) (рис. 1).

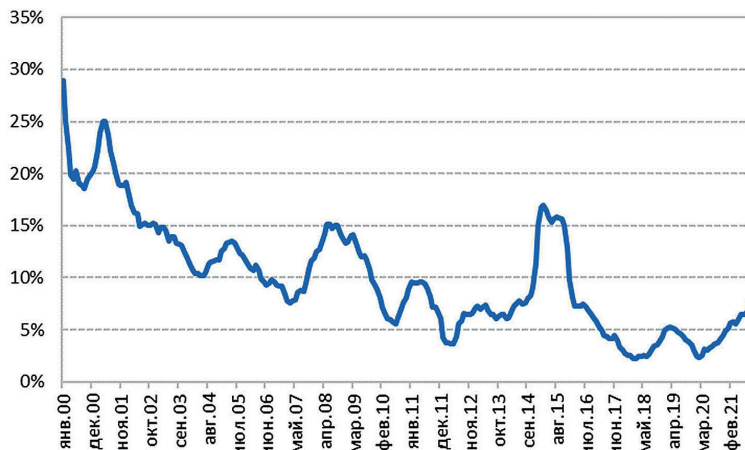


Рис. 1. ИПЦ за предыдущие 12 месяцев, %

Источник: Росстат.

Рост потребительских цен продолжается по большинству групп товаров и услуг. В ноябре 2021 г. темпы прироста продовольственных цен по отношению к предыдущему месяцу составили 1,27% (1,34% в ноябре 2020 г.). Продовольственная инфляция по итогам ноября 2021 г. достигла 10,8% по отношению к ноябрю 2020 г. (5,8% в ноябре 2020 г. к ноябрю 2019 г.). Лидерами удорожания в условиях относительно низкого урожая овощей, а также повышения издержек оказались плодоовощная продукция (19,4% к ноябрю 2020 г.), яйца (26,5% к ноябрю 2020 г.), мясо и птица (18,5% к ноябрю 2020 г.).

Прирост цен на непродовольственные товары в ноябре к октябрю 2021 г. равнялся 0,7% (0,6% в ноябре 2020 г.). Непродовольственная инфляция в ноябре к ноябрю 2020 г. достигла 8,3% (4,5% в ноябре 2020 г. к ноябрю 2019 г.). По мере активного расширения спроса на непродовольственные товары при ограниченном предложении, а также проблемах с поставками быстрее всего дорожали строительные материалы (24,6% в ноябре 2021 г. к ноябрю 2020 г.), телерадиотовары (11,5% в ноябре 2021 г. к ноябрю 2020 г.), автомобильный бензин (8,1% в ноябре 2021 г. к ноябрю 2020 г.), а также автомобили как импортного (14,8% в ноябре 2021 г. к ноябрю 2020 г.), так и отечественного производства (15,2% в ноябре 2021 г. к ноябрю 2020 г.).

Платные услуги населению за ноябрь подорожали на 0,8% (0,05% за ноябрь 2020 г.). Инфляция в этом секторе в ноябре 2021 г. к ноябрю 2020 г. составила 5,2% (2,5% в ноябре 2020 г. к ноябрю 2019 г.). При этом быстрее всего росли цены на услуги зарубежного туризма (12,3%), пассажирского транспорта (7,5%) и страховые услуги (7,6%).

За первые две недели декабря прирост индекса потребительских цен составил 0,1%, а в годовом выражении инфляция снизилась до 8,1%, что может свидетельствовать о приближении пика инфляции в условиях ужесточения монетарной политики регулятора, способствующей постепенному замедлению ценовой динамики.

Как было отмечено выше, ключевым проинфляционным фактором оставалось быстрое восстановление потребительского спроса по сравнению с возможностями наращивания выпуска. В частности, темпы прироста розничного товарооборота в III квартале 2021 г. к III кварталу 2020 г. составили 5,3% и оказались рекордными с III квартала 2012 г. Стабильным ростом в I–III кварталах 2021 г. характеризовалась реальная заработная

плата населения. По итогам III квартала 2021 г. ее прирост составил 2% к III кварталу 2020 г. Уровень безработицы обновил исторический минимум (4,3% в октябре 2021 г., 6,3% – в 2020 г.), тогда как число вакансий соответствует историческим максимумам (+60% в ноябре 2021 г. к ноябрю 2020 г.<sup>1</sup>). Дефицит рабочей силы способствует росту заработных плат и инфляции издержек.

В результате, по оценкам Сбериндекса<sup>2</sup>, по итогам ноября 2021 г. потребительские расходы населения выросли в номинальном выражении на 13,7% по сравнению с ноябрем 2020 г.

Ускорению инфляции в России, помимо отмеченных выше факторов быстрого восстановления внутреннего спроса, способствовал рост мировых цен на большинство товаров и услуг в течение года. Несмотря на то, что в ноябре 2021 г. темпы роста мировых цен на сырьевые товары замедлились, а по ряду категорий сырья цены снизились<sup>3</sup>, инфляция в мире все еще продолжает расти по широкому кругу товаров.

Рост инфляции в 2021 г. оказался общемировой тенденцией и наблюдался и в развитых, и в развивающихся странах. За период с января по ноябрь 2021 г. инфляция (измеренная индексом потребительских цен по отношению к аналогичному месяцу предыдущего года) увеличилась в США с 1,4 до 6,8%, в Германии – с 1 до 5,2%, в Канаде – с 1 до 4,7%. Повышение инфляции характерно также для развивающихся стран: в Бразилии она выросла с 4,6 до 10,7%, в Польше – с 2,6 до 7,8%, в Мексике – с 3,5 до 7,3% (рис. 2–3).

Рост цен сопровождается увеличением инфляционных ожиданий экономических агентов, что само по себе становится важным фактором сохранения повышенной инфляции. По данным опроса ООО «ИнФОМ», в течение 2021 г. инфляционные ожидания населения находились на устойчиво высоком уровне вблизи многолетних максимумов и характеризовались повышательным трендом. Так, за период с января по ноябрь 2021 г. они выросли с 10,5 до 13,5%. По данным мониторинга<sup>4</sup>, проводимого Банком России, баланс ответов предприятий по поводу ожидаемой ценовой динамики увеличился с 18,4 п.п. в январе 2021 г. до 27,5 п.п. в июне 2021 г., стабилизировавшись во второй половине года на уровне 25–26 п.п. и оставаясь выше максимумов 2019–2020 гг. Причиной роста ценовых ожиданий предприятий, согласно отчету «ИнФОМ», являлся в основном рост издержек. Отметим, что рост инфляционных ожиданий и их «незаякоренность» будут способствовать сохранению повышенной инфляции в 2022 г.

Дополнительным проинфляционным фактором в конце 2021 г. стало ослабление рубля. Оно было вызвано ростом геополитических рисков, снижением цен на нефть, а также оттоком капитала с развивающихся рынков из-за решения ФРС США об ускорении сворачивания программы выкупа активов, ожидаемого увеличения ставки по федеральным фондам, а также повышения рисков замедления темпов восстановления мировой экономики в результате распространения нового штамма коронавируса. По итогам

1 URL: <https://stats.hh.ru/>

2 URL: <https://sberindex.ru/>

3 В ноябре 2021 г. к октябрю 2021 г. цены на удобрения выросли на 19%, цены на энергоресурсы сократились на 6,3%, цены на металлы снизились на 3,7%, индекс продовольственных цен вырос на 1,2%, мировые цены на мясо сократились на 0,9%, на растительные масла – на 0,1%, тогда как цены на зерно выросли на 3,2%, на сахар – на 1,3%. По данным Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН, URL: <http://www.fao.org/>.

4 URL: [https://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary\\_expectations/](https://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/)

## 1. Ключевая ставка Банка России достигла максимума с 2017 года

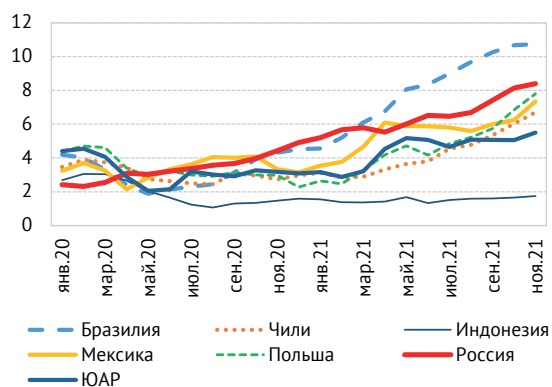


Рис. 2. Инфляция за предыдущие 12 месяцев в ряде развивающихся стран, %  
Источник: МВФ.

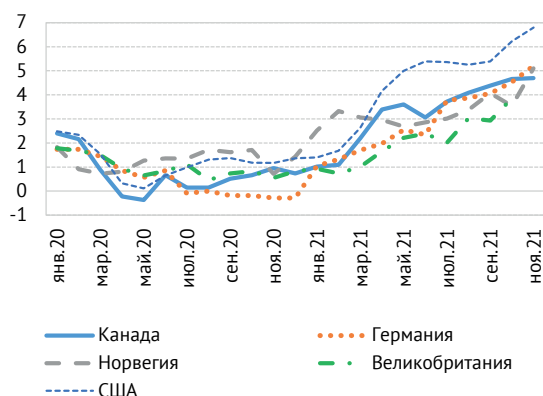


Рис. 3. Инфляция за предыдущие 12 месяцев в ряде развитых стран, %  
Источник: МВФ.

ноября 2021 г. курс отечественной валюты снизился на 6,3% до 74,98 руб./долл.

Мы полагаем, что принятые Банком России решения о повышении ключевой ставки, а также сигналы о высокой вероятности ее дальнейшего увеличения на ближайших заседаниях будут способствовать снижению инфляции и инфляционных ожиданий. Тем не менее, учитывая инерционность инфляции, она еще продолжительное время будет находиться выше целевого ориентира в 4% и вернется к нему не ранее конца 2022 – начала 2023 г. ▀