

**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ИНФЛЯЦИЯ В ИЮНЕ 2020 г.**

**А. В. БОЖЕЧКОВА**  
**П. В. ТРУНИН**

*Несмотря на масштабные внешние шоки февраля-марта 2020 г., значительного ускорения инфляции в России не произошло, и по итогам июня годовой показатель инфляции составил лишь 3,2%. После краткосрочного ценового всплеска, который наблюдался в марте-апреле 2020 г., понижающее давление на цены оказывали слабый потребительский спрос, укрепление рубля, а также снижение инфляционных ожиданий населения и предприятий. В этих условиях Банк России снизил ключевую ставку до 4,5% годовых, т.е. до исторического минимума.*

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

Принятые весной текущего года монетарными властями меры по поддержанию финансовой стабильности позволили избежать паники на финансовом рынке и поддержать финансовую стабильность. Помимо этого, реализуемая в России макроэкономическая политика, опирающаяся на инфляционное таргетирование и бюджетное правило, позволила не только избежать повышения ключевой ставки в пиковый кризисный момент в конце марта 2020 г., но и перейти к смягчению монетарной политики.

Так, 19 июня 2020 г. по итогам заседания Совета директоров Банка России было принято решение о снижении ключевой ставки на 1 п.п. — до 4,5% годовых, что соответствует историческому минимуму. Столь значительное смягчение денежно-кредитной политики обусловлено комплексом факторов, включая более быстрое, чем ожидалось регулятором, замедление инфляции и нарастание рисков отклонения инфляции вниз от цели в 2021 г., снижение инфляционных ожиданий, сокращение рисков для финансовой стабильности.

После краткосрочного всплеска инфляции в марте-апреле 2020 г., вызванного ажиотажным спросом на товары первой необходимости, а также значительным ослаблением валютного курса, в мае-июне 2020 г. инфляция за-

медлилась. Так, если в марте и апреле 2020 г. ежемесячный темп прироста потребительских цен составил 0,6 и 0,8% соответственно, то уже в мае и июне 2020 г., в условиях слабого потребительского спроса, а также по мере прохождения пика эффекта переноса валютного курса в цены, динамика потребительских цен замедлилась до 0,3 и 0,2% соответственно.

Цены на потребительские товары в марте и апреле 2020 г. выросли на 1,0 и 1,7% соответственно (в марте и апреле 2019 г. — на 0,5 и 0,4% соответственно), а в мае и июне темпы их прироста снизились до 0,2% (0,4% в мае 2019 г. и -0,5% в июне 2019 г.). Темпы прироста цен на непродовольственные товары, достигнув локального пика в марте 2020 г. (0,5% против 0,3% в марте 2019 г.), затем снижались и в июне составили 0,3% (0,2% в июне 2019 г.). Темп прироста цен на услуги, спрос на которые в условиях карантинных ограничений резко снизился, в марте-апреле составил 0,1%, а после сезонного майского ускорения до 0,5% в связи с подорожанием услуг пассажирского транспорта в июне 2020 г. вернулся к 0,1% (0,6% в июне 2019 г.).

В результате по итогам июня инфляция в годовом выражении составила 3,2% (4,7% в июне 2019 г.), что оказалось ниже прогнозов самого регулятора и привело к увеличению

---

*Божечкова Александра Викторовна, заведующий лабораторией денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: bojeshkova@ier.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*

рисков отклонения инфляции вниз от цели в 2020–2021 гг. (См. рис. 1.)

Базовая инфляция (без учета административных и сезонных факторов) в годовом выражении (за последние 12 месяцев), несколько увеличившись по сравнению с мартом 2020 г. (2,6%), в апреле-июне 2020 г. оставалась на уровне 2,9%. Стабильно низкий уровень базовой инфляции также свидетельствует о низком уровне риска для ценовой стабильности в российской экономике.

Одним из ключевых факторов замедления инфляции оказалось сокращение потребительского спроса, связанное с падением реальных доходов населения в период действия карантинных мер. Так, снижение реальной заработной платы по отношению к аналогичному периоду предыдущего года в апреле составило -2% (+3,1% в апреле 2019 г. к апрелю 2018 г.); темп прироста данного показателя по отношению к марту 2020 г. составил -4,3% (+3,2% в апреле 2019 г. к марту 2019 г.). В условиях низкой инфляции это было обусловлено преимущественно падением номинальной заработной платы: в апреле 2020 г. она выросла по отношению к апрелю 2019 г. лишь на 1% (8,4% в апреле 2019 г. к апрелю 2018 г.), тогда как ее снижение по отношению к марту 2020 г. достигло 3,5% (+3,5% в апреле 2019 г. к марту

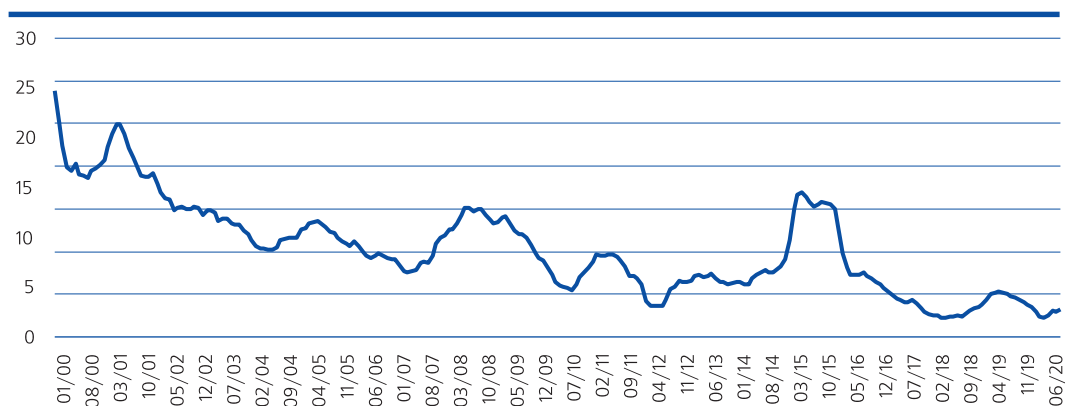
2019 г.). Значительным падением характеризуются темпы роста розничного товарооборота, которые в годовом выражении в апреле составили -23,2%, а в мае - 19,2% (2 и 1,9% в апреле и мае 2019 г. соответственно).

Смягчению денежно-кредитной политики способствовала также динамика инфляционных ожиданий населения и предприятий. После некоторого роста в марте-апреле, вызванного волатильностью на финансовых рынках, в мае-июне баланс ответов предприятий и населения, полученных «ИнФОМом» в формате телефонного опроса, стал указывать на снижение ожидаемого темпа роста цен.

Укрепление рубля к доллару на 4% в мае 2020 г. и на 1,1% в июне 2020 г. до 70 руб./долл. также стало фактором замедления роста потребительских цен. (См. рис. 2.) Наблюдаемое укрепление курса рубля связано со стабилизацией ситуации на рынке нефти в связи с заключением в мае новой сделки ОПЕК+, а также с операциями Минфина России по продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила, дополненными продажами ЦБ РФ иностранной валюты в рамках реализации сделки по продаже правительству контрольного пакета акций Сбербанка России.

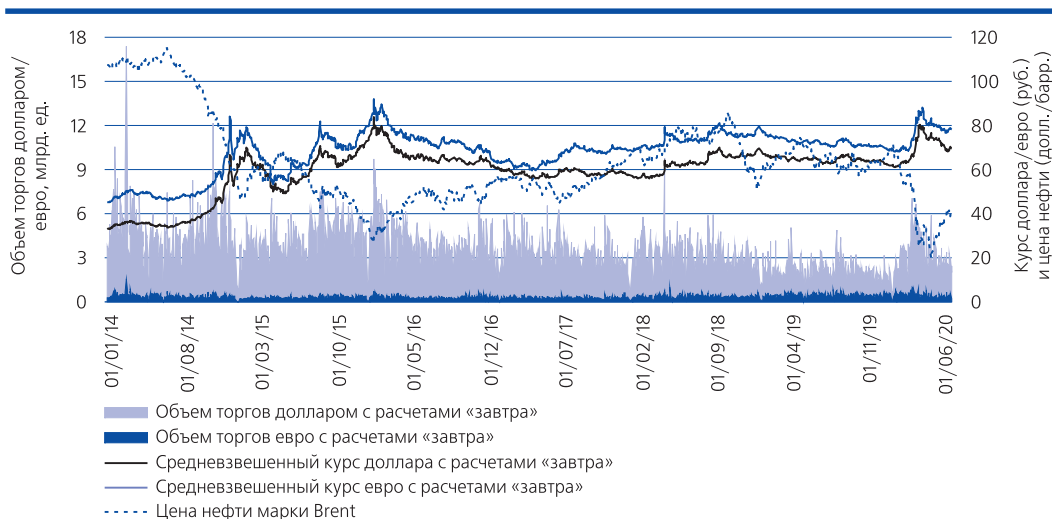
Снижение ключевой процентной ставки до исторического минимума в условиях спада

**Рис. 1. Инфляция в 2000–2020 гг., в % к соответствующему месяцу предыдущего года**



Источник: Росстат.

**Рис. 2. Динамика биржевых курсов доллара и евро к рублю, объем торгов на валютном рынке, цена на нефть марки Brent**



Источник: Банк России, агентство «Финам».

экономической активности и внутреннего спроса позволит поддержать экономику. Перспективы дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики будут зависеть от дина-

мики инфляции и инфляционных ожиданий. В случае ее длительного сохранения на низком уровне уменьшение ключевой ставки может быть продолжено. ■

## Monetary Policy and Inflation in June 2020

**Alexandra V. Bozhechkova** – Head of Monetary Policy Department of the Gaidar Institute; Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: bozhechkova@iep.ru

**Pavel V. Trunin** – Head of Center for Macroeconomics and Finance of the Gaidar Institute; 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

*Despite large scale external shocks seen in February-March 2020, there was no spike in inflation in Russia and at the period-end of June, the annual inflation rate came to merely 3.2%. After a short-term price surge, which was observed in March-April 2020, downward pressure on prices was exerted by a weak consumer demand, ruble's appreciation, as well as decline in inflationary expectations of the population and businesses. In these circumstances the Bank of Russia cut its key rate to 4.5%, i.e. to all-time minimum.*

**Key words:** inflation, basic inflation, annual inflation, prices, consumer prices, monetary policy, key interest rate, target, Bank of Russia.