

УДК 336.748.12

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ В ЭКОНОМИКЕ

*Печалова Мария Юрьевна, канд. экон. наук, доцент Департамента финансовых рынков и банков,
Финансовый университет, Москва, Россия
MPechalova@fa.ru*

Переход Банка России к режиму инфляционного таргетирования совпал с резким падением нефтяных котировок и началом стагнации, переходящей в рецессию. В этот период в экономике наблюдались обвальная девальвация национальной валюты, инфляционный шок, резкое падение реальных доходов населения, деловой и инвестиционной активности. В статье рассматривается значимость монетарных и немонетарных факторов инфляции в 2014–2016 гг., анализируются действия монетарных властей. Делается вывод о том, что Банк России оказывал слабое влияние на факторы возникновения инфляционных процессов, поскольку ускорение инфляции в этот период было связано с внешними факторами. Драматическое повышение ключевой ставки в целях курсовой стабилизации рубля привело к сжатию кредитной экспансии и инициировало длительную инвестиционную паузу.

Ключевые слова: монетарная политика; таргетирование инфляции; монетизация; немонетарные факторы; инфляционные ожидания; девальвация; инфляционный шок; доходы населения; импортозамещение; инвестиционная активность.

The Monetary Policy of the Bank of Russia and Inflation Processes in the Economy

*Pechalova Maria Yu., PhD (Economics), associate professor of the Financial Markets and Banks Department,
Financial University, Moscow, Russia
MPechalova@fa.ru*

The adoption by the Bank of Russia of the inflation targeting regime coincided with a slump in oil prices and the beginning of stagnation turning into a recession. During this period, the economy witnessed a massive devaluation of the national currency, an inflationary shock and a sharp drop in real incomes of the population, business and investment activities. The paper examines the importance of the monetary and non-monetary inflation factors in 2014–2016 and analyzes the actions of monetary authorities. It is concluded that the Bank of Russia did not have any significant influence on the factors triggering inflationary processes since the acceleration of the inflation during that period was due to external factors. A dramatic increase in the key rate for the purpose of the ruble exchange rate stabilization led to a contraction of credit expansion and initiated a long investment pause.

Keywords: monetary policy; inflation targeting; monetization; non-monetary factors; inflation expectations; devaluation; inflation shock; personal income; import substitution; investment activity.

Приоритетной целью денежно-кредитной политики Банка России является достижение стабильно низких темпов инфляции. Согласно риторике регулятора, последовательно выступающего против расширения своего мандата, ценовая стабильность необходима как для повышения благосостояния граждан, так и для обеспечения устойчивого роста национальной экономики. В 2016 г. инфляция достигла рекордно низкого уровня в 5,4% и продолжает снижаться быстрее ожиданий, что при сохранении тренда обеспечит достижение

четырёхпроцентного таргета уже к середине текущего года, что дает возможность подвести предварительные итоги деятельности регулятора и оценить основные эффекты проводимой им политики.

Драйверы инфляции в условиях кризиса 2014–2015 гг.

Многофакторность инфляционных процессов изрядно усложняет задачу достижения ценовой стабильности, поскольку от того, какие именно факторы преобладают на данном этапе, — монетарные или немонетарные, внешние или внутренние — зависит успешность мер денежно-кредитного регулирования.

Приоритетной целью денежно-кредитной политики Банка России является достижение стабильно низких темпов инфляции.

Режим плавающего валютного курса и таргетирования инфляции был введен Банком России в ноябре 2014 г. на фоне резкого падения нефтяных котировок и стагнации, переходящей в рецессию. В том же году Росстат подтвердил рост общего уровня цен на 11,4%, против 6,5% в 2013 г., 6,6% в 2012 г., 6,1% в 2011 г. и 8,8% в 2010 и 2009 гг., — вдвое выше, чем установленный регулятором таргет. Одними из основных причин такого резкого скачка являются введение продовольственного эмбарго в ответ на санкции Евросоюза и США и обвальная деноминация национальной валюты.

В период действия контрсанкций продукты питания подорожали на треть, причем рост цен опережал темп роста индекса потребительских цен (далее — ИПЦ) в 1,2 раза. Издержки, связанные со сменой ассортимента, поиском и замещением поставщиков, изменением логистики, были в полном объеме переложены на потребителей. Заметим, что введенная в 2013 г. российская потребительская корзина на 50% состоит из продуктов питания, что вполне соответствует реальности, — большинство домохозяйств тратят на эти цели более половины семейного бюджета.

По расчетам Минэкономразвития России ценовой разрыв между продуктами под контрсанкциями и вне контрсанкций на пике, который пришелся на октябрь 2014 г., составил всего 8 процентных пунктов (далее — п.п.), а к середине 2015 г. был полностью нивелирован. В более поздних публикациях ценовой разрыв уже оценивается экспертами как 24,8 п.п. в течение первых шести месяцев с момента введения контрсанкций, с последующим его сокращением до 4,3 п.п. по итогам первого года, что свидетельствует об активном догоняющем росте цен на товары, не попавшие под ограничения [2] не в последнюю очередь благодаря ценовому сговору и торговой надбавке сетей от 30 до 160% в период острой фазы кризиса.

Еще более весомым проинфляционным фактором оказался эффект переноса валютного курса, поскольку российская экономика характеризуется высокой потребительской (свыше 40%) и производственной зависимостью от импорта. Валютная составляющая в разрезе отраслей промышленности колеблется от 6,8% в добывающем секторе до 36,5% в машиностроении; в отдельных случаях она может быть существенно выше, например в производстве пищевых ферментов — 69%, в легковом машиностроении — 75% [3]. Однако в условиях стремительно дешевого рубля ценовую политику пересматривали не только компании-импортеры и переработчики с высокой долей издержек в иностранной валюте, но и производители, чьи товары напрямую конкурируют с импортной продукцией, в результате чего инфляция значительно ускорилась. По разным оценкам к инфляции добавлялось порядка 1,5–3% на каждые 10% ослабления российской валюты [4, 5].

Волнообразная девальвация, вызванная чувствительностью курса рубля к изменению нефтяных котировок, продолжалась вплоть до начала 2016 г., когда цены на нефть, наконец, нащупали «дно», в результате чего курс рубля укрепился и снизилась его волатильность. Таким образом исчерпал себя эффект переноса валютного курса, вносящий наибольший вклад в разгон инфляции. Заметим, что немедленного позитивного влияния ревальвации на инфляционные процессы не последовало, поскольку в российской экономике эффект переноса проявляется асимметрично,

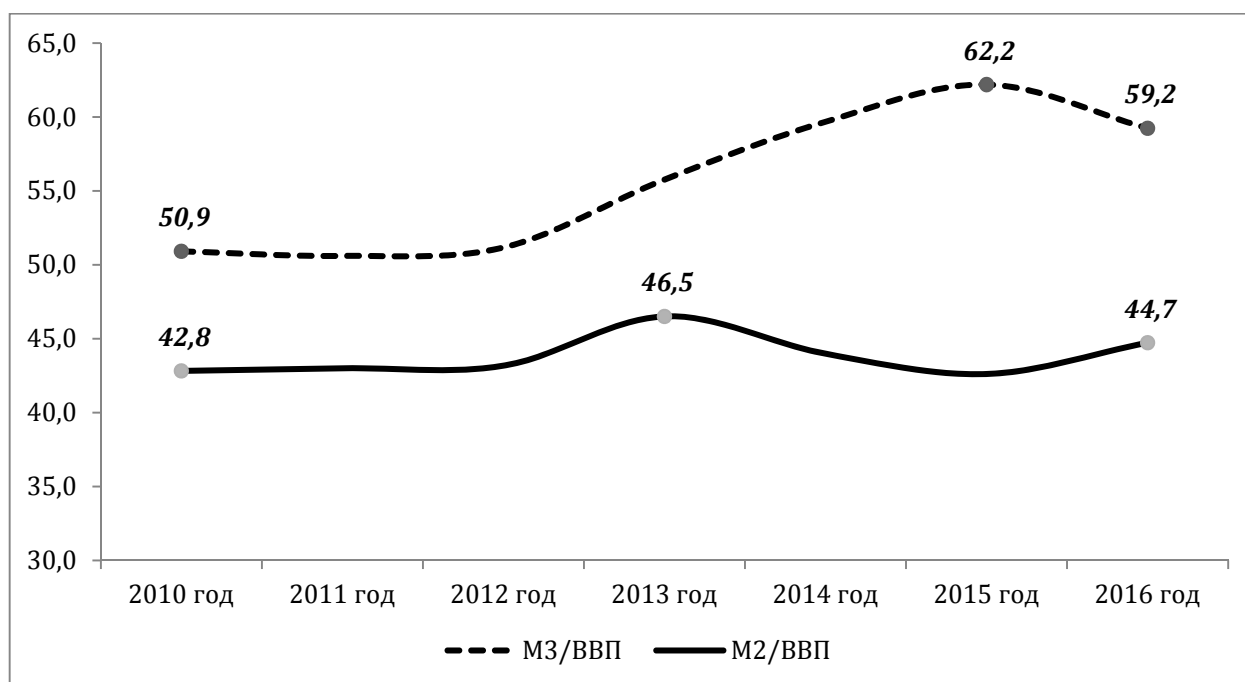


Рис. 1. Монетизация российской экономики, %

Источники: IMF, Росстат.

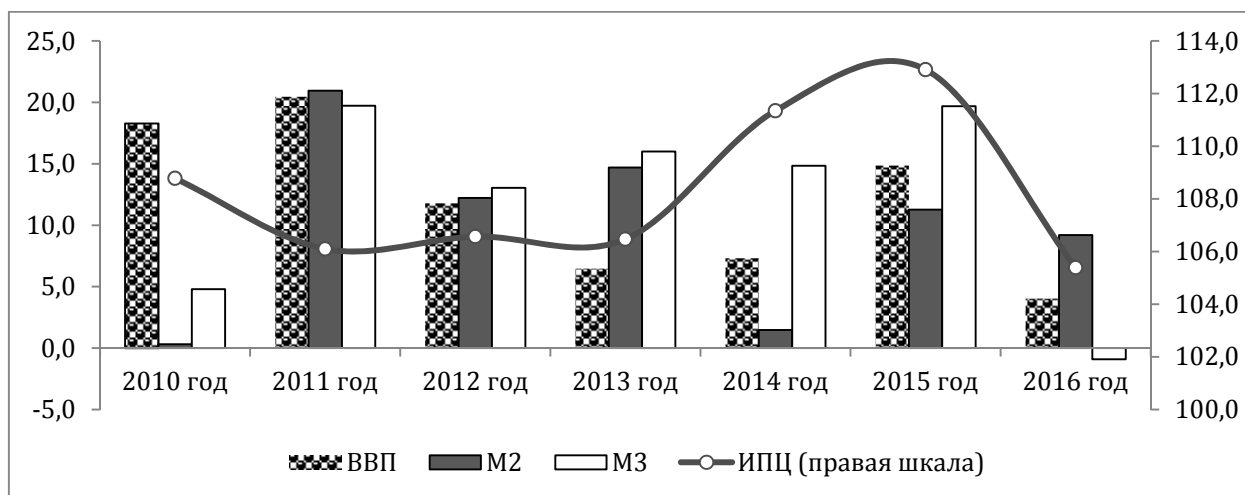


Рис. 2. Темпы прироста денежной массы и ВВП, %

Источники: IMF, Росстат.

и потребительские цены в гораздо большей степени реагируют на ослабление национальной валюты, чем на ее укрепление.

Монетарные факторы и доступность денег в экономике

Начиная с конца 2010 г. регулятор последовательно ужесточал денежно-кредитную политику, сдерживая рост денежной массы и тем

самым подавляя инфляционные процессы (рис. 1).

При этом уровень монетизации экономик зарубежных стран, включая страны с развивающимися рынками, значительно превышает российские показатели. Международная практика показывает, что 40%-ной монетизации достаточно лишь для обеспечения бесперебойных платежей и расчетов в хозяйстве. Для осущест-

Таблица 1

Корреляция изменений денежной массы и инфляции

Период	Значение коэффициента корреляции						
	Без лага	Лаг 1 месяц	Лаг 2 месяца	Лаг 3 месяца	Лаг 4 месяца	Лаг 5 месяцев	Лаг 6 месяцев
2011–2014	0,06	0,22	0,39	0,46	0,49	0,49	0,47
2015–2016	-0,52	-0,43	-0,45	-0,45	-0,43	-0,39	-0,47

Источники: Банк России, Росстат, расчеты автора.

Таблица 2

Изменение цен (тарифов) на продукцию (услуги) компаний инфраструктурного сектора до 2017 г.
(в %, в среднем за год к предыдущему году)

	2013	2014	2015	2016	2017
	Отчет	Отчет/ оценка	Оценка	Оценка	Прогноз
Инфляция (ИПЦ)	106,5	111,4	112,9	105,4	104,0
Электроэнергия для всех категорий (розничные цены)	108,8	105,8–105,5	105,0–105,3	107,5–107,9	106,2–106,7
<i>рост тарифов для населения</i>	109,3	108,1–108,7	106,4	108,0	106,3
Газ природный (оптовые цены) для всех категорий потребителей	115	107,9	103,8	104,2	102,0
<i>рост цен для населения</i>	115	110,2	105,8	105,1	102,8
Железнодорожные перевозки грузов	107,0	100,0	110,0	109,0	104,0
Пассажирские перевозки железнодорожным транспортом	120	104,2	110,0	104,0	104,0

Источник: Минэкономразвития России.

вления инвестиций в основной капитал требуется уровень не ниже 80%.

Критики системы инфляционного сдерживания путем сжатия денежной массы апеллируют к преимущественно немонетарной природе российской инфляции, а также к крайне негативному влиянию политики дорогих денег на деловую и инвестиционную активность хозяйствующих субъектов. В дополнение высокая стоимость заемных ресурсов препятствует структурной перестройке экономики, поскольку банковские кредиты оказываются доступны в основном предприятиям экспортно-сырьевого сектора,

для прочих же участников рынка процентные ставки носят заградительный характер. Регулятор аргументирует свою позицию тем, что поскольку официальная безработица в России близка к минимальным значениям, то на рынке труда нет свободных ресурсов для быстрого роста производства, а, значит, фактический выпуск близок к потенциальному ВВП, и снижение процентных ставок приведет лишь к усилению инфляции и разгонит инфляционные ожидания.

Тем не менее в российской экономике не наблюдается стабильный опережающий темп прироста денежной массы по отношению к приросту

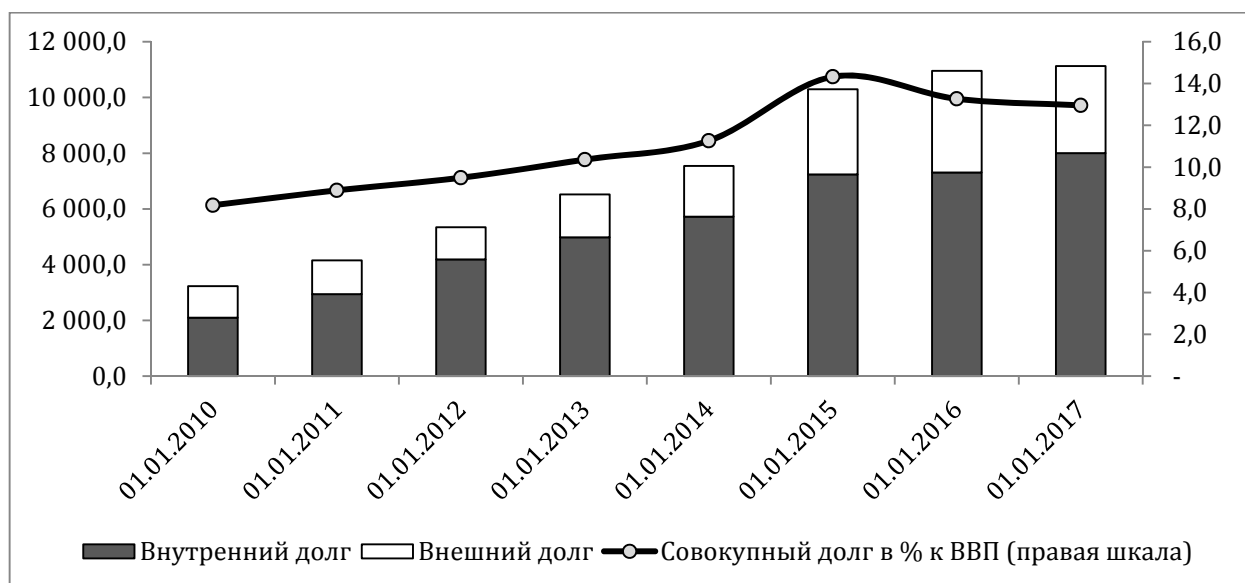


Рис. 3. Объем государственного долга РФ, млрд руб.

Источники: Минфин, Банк России.

ВВП, что могло бы свидетельствовать о наличии монетарных факторов инфляции (рис. 2).

Кроме этого, о степени влияния монетарных факторов можно судить на основе анализа связи изменений денежной массы и инфляции [6]. Однако корреляционный анализ показывает либо несущественную связь между этими показателями в течение четырех лет, предшествовавших кризису, либо обратную, но по-прежнему слабую зависимость в условиях финансовой нестабильности 2015–2016 гг. (табл. 1).

Переход коэффициента корреляции к отрицательным значениям объясняется, вероятнее всего, влиянием резкого роста процентных ставок на денежном рынке на стоимость кредитов для реального сектора. Иными словами, рост ставок в конце 2014 г., инициированный регулятором, вызвал всплеск инфляции. Существенно возросшие расходы на обслуживание корпоративного долга не могли не простимулировать повышение цен наряду с прочими факторами, но в силу параллельного ужесточения условий выдачи кредитов и отказа (по возможности) хозяйствующих субъектов от заемного финансирования этот эффект не был масштабным.

Таким образом, в российской экономике имеется потенциал без инфляционного насыщения ее денежной массой, и регулятору целесообразнее проводить сегодня более мягкую денежно-кре-

дитную политику, формируя факторы экономического роста.

Немонетарные факторы и налоговое бремя

Инфляционные процессы в российской экономике по большей части определяются факторами, не зависящими от динамики денежной массы: ключевым фактором является ежегодное повышение регулируемых государством тарифов естественных монополий, что создает разовые, но регулярные скачки инфляции (табл. 2), среди прочих — рост цен на мировых рынках (в частности, ценовое ралли на рынке металлов в начале 2016 г. из-за снижения в Китае производства металлопроката на фоне растущего внутреннего спроса привело к подорожанию аналогичной продукции на российском рынке в среднем от 50 до 85%), ценовой сговор (к примеру, в начале 2015 г. был выявлен сговор 34 сахарных заводов, повлекший повышение цен на сахар с 26 руб. до 60 руб. за 1 кг), инфляционные ожидания, состояние платежного баланса, фискальная политика и другие. Ценовой фактор в наибольшей степени определяет инфляционный потенциал.

Отметим, что текущая долговая политика государства на инфляцию существенного влияния не оказывает. Отношение государственно-

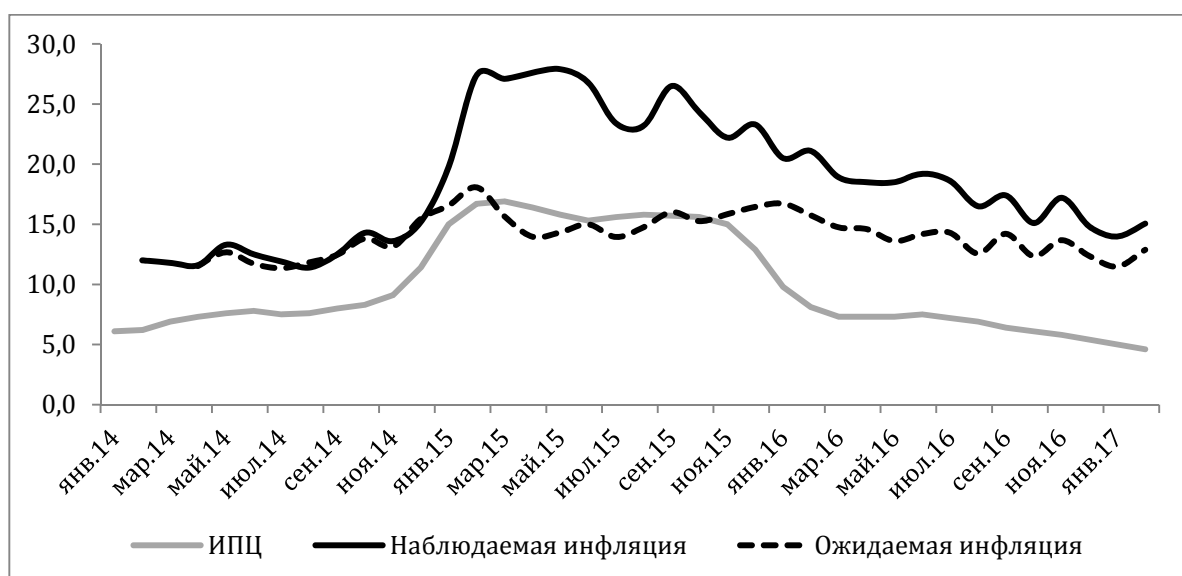


Рис. 4. Расхождения в оценке годовой инфляции, %

Источники: Банк России, Росстат.

го долга России к ВВП может составить к концу 2017 г. 14,7% ВВП, но по-прежнему останется в безопасных пределах — менее 15% ВВП, что по мировым стандартам является умеренным значением (рис. 3).

Особенностью российской инфляции является то, что она развивается как в условиях профицита, так и дефицита государственного бюджета, что свидетельствует о слабой связи инфляционных процессов с бюджетно-налоговой политикой. Тем не менее как только в условиях кризиса снижаются налоговые поступления в консолидированный бюджет, государство начинает корректировать налоговую систему.

Несмотря на объявленный мораторий на повышение налоговой нагрузки, происходит масштабный рост неналоговых, но обязательных платежей, отменяются налоговые льготы, расширяется налоговая база (например, по акцизам), осуществляется «разморозка» коэффициента-дефлятора (ЕНВД).

К 2017 г. фискальная нагрузка заметно выросла и даже превысила уровень бремени в период кризиса 2008–2009 гг. Впрочем, инфляционное давление этих мер с лихвой компенсируется сжатием совокупного спроса из-за вызываемого ими же уменьшения располагаемых доходов населения. Заметим, что в ходе текущего кризиса бюджетные расходы сокращались, в том числе затраты на

поддержку занятости и создание новых рабочих мест, реализацию инвестиционных программ.

Предлагаемые Минфином России планы по изменению налоговой системы с 2019 г. (включающие повышение ставки НДС до 22%) могут привести к резкому скачку инфляции.

Инфляционные ожидания

Высокие инфляционные ожидания являются источником инфляционного давления, поскольку способствуют возникновению вторичных эффектов от наблюдаемых негативных шоков, в частности они усиливают эффект переноса валютного курса, повышают не только уровень, но и темпы роста потребительских цен. По некоторым оценкам, экономические ожидания могут внести порядка 40% в формирование инфляционных процессов [7].

Оценка населением темпа роста цен априори не совпадает с официальной статистикой (рис. 4). Согласно опросу инфОМ наблюдаемый годовой рост потребительских цен в марте 2017 г. составил 14,0%, ожидаемая в 2017 г. инфляция также остается заметно выше целевого уровня ЦБ — 11,2% [8].

Снижение инфляционных ожиданий не происходит быстро, а их высокая волатильность свидетельствует о том, что к целевому уровню инфляции Банка России они не привязаны. Однако

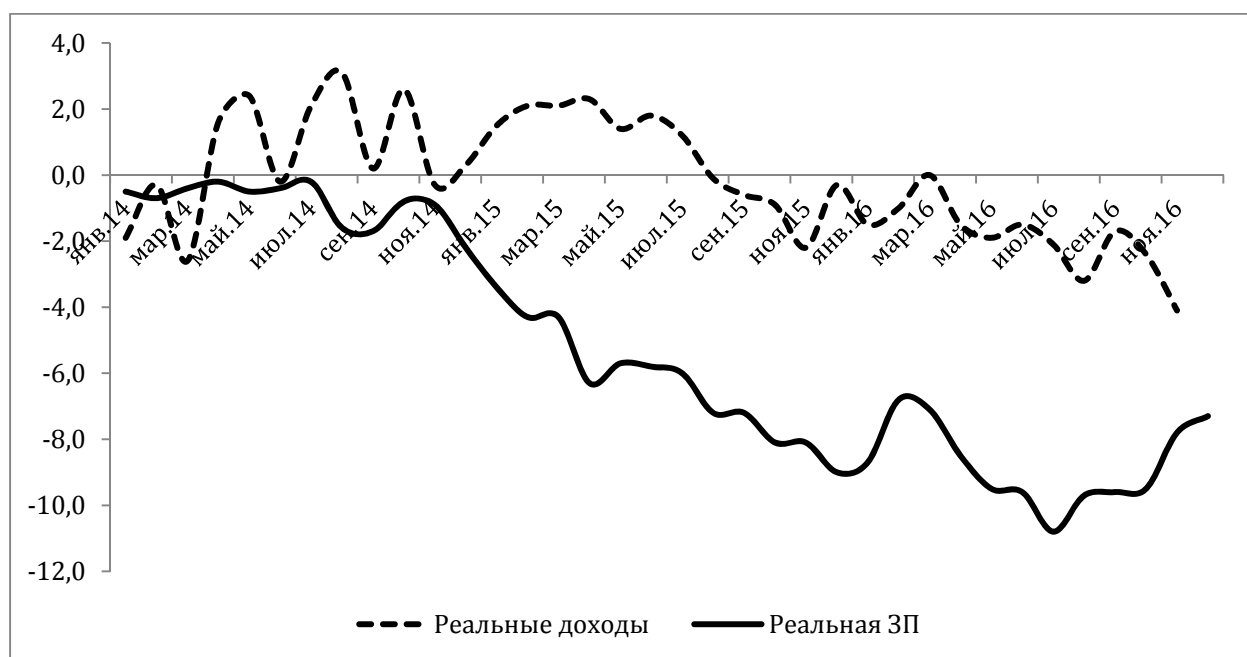


Рис. 5. Динамика реальных доходов и заработной платы с исключением сезонного фактора (в % к декабрю 2013)

Источник: Минэкономразвития России.

доверие граждан к результативности монетарной политики постепенно растет — на данный момент 23% опрошенных (против 9% в январе 2015 г. и 14% в январе 2016 г.) считают, что регулятору удастся добиться того, чтобы к концу 2017 г. рост цен не превышал 4% в годовом выражении [8]. В свою очередь эксперты и аналитики оценивают инфляцию по итогам текущего года на уровне 4,7–5%, что также выше официального прогноза, хотя и не на столько, как ожидания домохозяйств.

Базовый сценарий предполагает стабилизацию курса национальной валюты (как мы помним, это критически значимый фактор) при условии выполнения соглашения о заморозке добычи нефти в странах ОПЕК+, позитивный — возможность ее укрепления на 8–10% на фоне ослабления геополитической напряженности и ожидания отмены международных санкций.

В то же время Минфин России своими действиями на валютном рынке может также в пределах 10% ослабить рубль. Несмотря на заверения о том, что валютные интервенции проводятся в целях бюджетной (пополнение резервов в объеме сверхдоходов при превышении рыночной ценой на нефть марки *Urals* отметки 40 долл. США за баррель, заложенной в бюджет), а не денежно-

кредитной (воздействие на номинальный курс рубля) политики, а сами интервенции являются стерилизованными, преимущество, связанное с возможностью получения дополнительных доходов для покрытия бюджетного дефицита, с позиции Минфина России вполне очевидно.

Еще одним фактором, потенциально разгоняющим инфляцию, является вступление страны в новый политический цикл, а точнее — ожидаемая поддержка уровня жизни электората в преддверии президентских выборов путем возобновления индексации пенсий по фактической инфляции и финансирования расходов на достижение целевых значений заработных плат в отдельных секторах экономики, установленных в «майских указах» президента.

Благосостояние российских граждан

По данным Росстата, непрерывное сокращение доходов россиян в годовом выражении наблюдалось на протяжении 26 месяцев с ноября 2014 г. по декабрь 2016 г. включительно и возобновилось с февраля 2017 г. (рис. 5). Прервавший эту тенденцию январский рост реальных доходов был связан по большей части с единовременной выплатой пенсионерам в размере

5000 руб., заменившей полноценную индексацию пенсий по фактической инфляции во втором полугодии 2016 г.

Опросы свидетельствуют о том, что как минимум у трети работающих граждан текущие зарплаты не покрывают даже самые основные расходы, а за чертой бедности, только по официальным данным, проживают теперь около 20 млн человек, или 14% населения страны, по самооценкам (денег хватает только на еду) — более 20%.

Таким образом, в российской экономике имеется потенциал без инфляционного насыщения ее денежной массой, и регулятору целесообразнее проводить сегодня более мягкую денежно-кредитную политику, формируя факторы экономического роста.

Несмотря на то что официальная безработица остается очень низкой (в среднем — 5,5%), реальная безработица доходит до 20–25% рабочей силы. Зачастую работодатели не увольняют сотрудников, а переводят их на неполный рабочий день, отправляют в неоплачиваемый отпуск, урезают и задерживают им выплаты. Показательно, что в 2016 г. порядка 19% доходов россиянами получены от государства, а не из частного сектора, а по оценкам Всемирного банка доходы 40% населения зависят на 50–60% от государственных выплат.

Наличие работы не гарантирует защиту от нужды: доходы почти пяти миллионов работающих россиян настолько малы, что эти граждане живут за чертой бедности. Эксперты едины во мнении, что «работающие бедные», занятые квалифицированным трудом, являются исключительно российским феноменом.

Следствиями резкого падения уровня жизни (исключительного по своей глубине и продолжительности) являются отказ граждан от потребительской модели поведения и переход к режиму жесткой экономии. Население сократило расходы по всем статьям потребления, и эта тенденция пока сохраняется. Наряду с этим, в 2015 г. отме-

чался бурный рост банковских вкладов (на 25,2% к 2014 г.), который был обусловлен как чрезвычайно высокими процентными ставками, доходившими на фоне резкого повышения ключевой ставки до 15–20% и выше, так и возвратом средств, изъятых во время паники в конце 2014 г. Однако это позволило Банку России сделать ошибочный вывод о переходе россиян к сберегательно-инвестиционной модели поведения, предполагающей, что домохозяйства вместо потребления будут сберегать деньги в рублях на банковских депозитах, и утвердиться в целесообразности жесткого курса монетарной политики.

Тем временем в 2016 г. прирост депозитов составил всего 4,2%. Потеря стимулов к сбережению определялась следующими причинами: *во-первых*, из-за истощения финансовых ресурсов домохозяйств сократилась прослойка населения, способная формировать накопления, *во-вторых*, вслед за понижением ключевой ставки ЦБ упала доходность вкладов, *в-третьих*, пессимистично оценивая финансовые перспективы, россияне не видят смысла в том, чтобы откладывать средства на крупные покупки или начало собственного бизнеса, и при необходимости расходуют накопления на текущее потребление. Таким образом, сберегательная модель поведения населения, ради формирования и закрепления которой регулятор продолжает удерживать ключевую ставку, попутно тормозя восстановление российской экономики из-за высокой стоимости кредитных ресурсов, не реализовалась.

В марте 2016 г. 73% респондентов НАФИ не имели накоплений не только в форме банковских вкладов, но даже просто «подушки безопасности» в виде отложенных наличных денег на случай непредвиденных трат или потери рабочего места [9]; при этом 45% россиян (против 48% в 2016 г.) по-прежнему уверены, что момент для сбережений сейчас неподходящий [8, с. 16].

Деловая и инвестиционная активность

Катастрофическое ухудшение деловой конъюнктуры в рассматриваемый период связано с действием ряда факторов.

В первую очередь российские предприятия пострадали от введения международных санкций и российских контрсанкций на фоне девальвации рубля, инфляционного шока и резкого падения

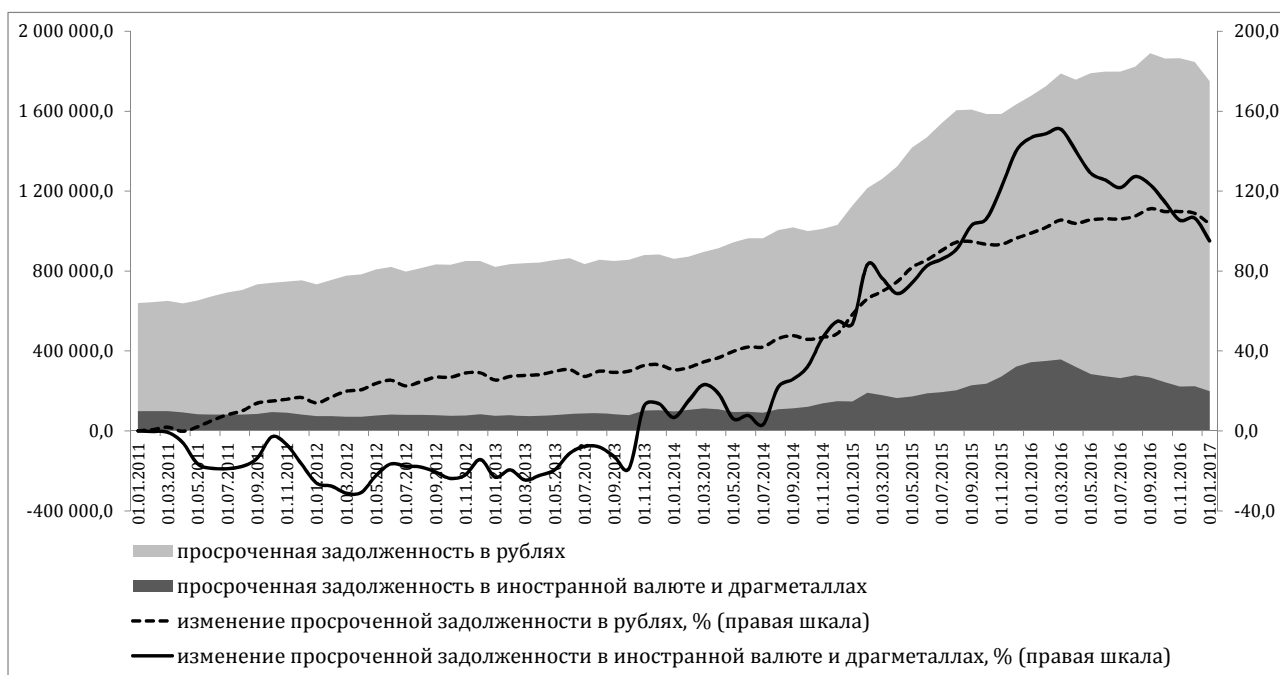


Рис. 6. Просроченная задолженность по кредитам, предоставленным юридическим лицам и индивидуальным предпринимателям, млн руб.

Источник: Банк России.

эффективного спроса — экспертами называются цифры порядка 1,5–2% ВВП в год, или от 125 млрд долл. США.

К этим цифрам следует прибавить потери бизнеса в результате массового отзыва банковских лицензий, которые могут составить свыше 1 трлн руб., поскольку в процессе банкротства юридическим лицам удается вернуть не более 5–10% от имевшихся остатков. Отметим, что за три последних года на фоне нарастающих в экономике кризисных явлений Банк России более чем на четверть сократил количество действующих кредитных организаций.

Указанные потери, а также затяжной характер кризиса привели к росту числа банкротств во всех отраслях, распространяясь по всему хозяйству из секторов с наибольшим сжатием рынков.

Согласно исследованию, проведенному PwC, к середине 2015 г. 89% компаний (из числа опрошенных) сократили объемы продаж, у 92% — выросли производственные затраты. Так что компании, продолжающие хозяйственную деятельность, были вынуждены существенно урезать расходы, в первую очередь на маркетинг и рекламу, оплату труда сотрудников, закупку сырья и материалов, реализацию инвестиционных проектов.

В конце 2014 г. ЦБ к в целях стабилизации курса национальной валюты резко повысил ключевую ставку до 17%, и банковская система незамедлительно транслировала это изменение на собственные ставки по клиентским операциям. Банковские клиенты также изменили стратегию поведения: ссуды привлекались только на рефинансирование имеющейся задолженности и подкрепление оборотного капитала, а сокращение инвестиционной активности привело к падению спроса на заемные ресурсы.

Пик просроченной задолженности был пройден банковской системой в 2016 г. (рис. 6), однако объем пролонгированных кредитов вырос не менее чем в полтора раза, при этом доля вынужденных реструктуризаций достигла 70%.

Одновременно с банковскими долгами нарастали и взаимные неплатежи в реальном секторе: в условиях ограниченного доступа к кредитным ресурсам предприятия увеличивали долговую нагрузку за счет неоплаты контрагентам продукции и услуг, несвоевременной выдачи зарплаты сотрудникам, непорочных перечислений в бюджет налогов и других обязательных платежей.

В кризисных условиях большинство компаний предпочли приостановить или вовсе свернуть

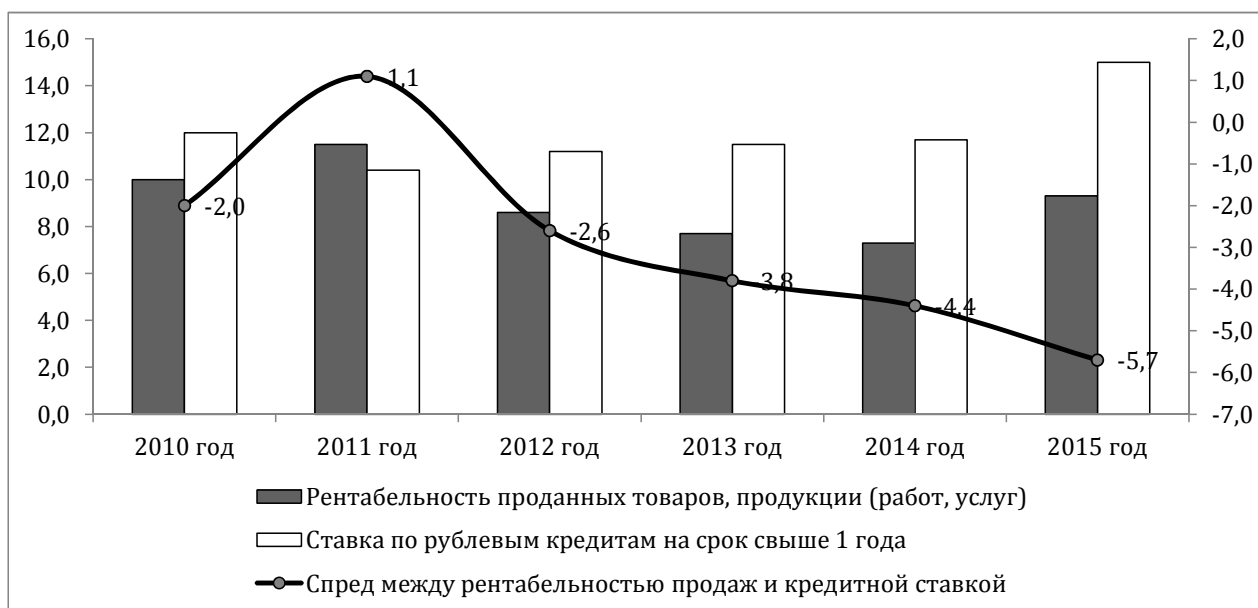


Рис. 7. Динамика кредитной процентной ставки и рентабельности продаж, %

Источники: Банк России, Минэкономразвития.

планы по обновлению основных средств, прежде всего из-за неуверенности в будущих объемах сбыта. Обороты розничной торговли буквально обвалились в 2015 г. на 10%, в 2016 г. — еще на 5,2% и продолжают снижаться. Кроме этого, понижение ключевой ставки происходит слишком медленно, реальные ставки остаются ощутимо выше докризисных значений и трактуются участниками рынка как «заградительные».

Производители, которым не хватает свободных производственных мощностей, не могут запустить импортозамещение, потому что закупка технологического оборудования за рубежом в сложившихся условиях (значительная девальвация рубля и высокие издержки заимствований) коммерчески не целесообразна, а российские аналоги отсутствуют. Если оборудование все же закупается (например, для пищевого производства), оно ориентировано не на высокопроизводительные инновации, а на быструю замену низкокачественными товарами ставших недоступными товаров хорошего качества. Очевидно, что такое импортозамещение не является устойчивым и такая продукция неизбежно будет вытесняться с рынка по мере возобновления роста доходов населения.

Стремясь добиться низких темпов инфляции, регулятор упускает из виду другие важные параметры инвестиционного климата — реальные

процентные ставки для нефинансового сектора, а также спред между рентабельностью проданных товаров, продукции (работ, услуг) и издержками по кредиту (рис. 7). В современных условиях для преодоления инвестиционной апатии потребуются убеждать бизнес брать кредиты по ставке, значительно превышающей инфляцию, и вкладывать средства в расширение или модернизацию производства, не имея перспектив прибыльно реализовать продукцию.

В 2016 г. динамика индекса потребительской уверенности Росстата была положительной, хотя рост происходил в глубине зоны отрицательных значений (рис. 8). Однако если в текущем году сокращение внутреннего спроса продолжится, только намечившийся рост ВВП может обернуться через непродолжительное время новым спадом.

Выводы

Несмотря на то что Банку России удалось вплотную приблизиться к установленной цели по инфляции, переход к режиму инфляционного таргетирования представляется несвоевременным, а условия для этого — не достаточно подготовленными.

В развитых экономиках смена режима денежно-кредитной политики происходила при снижении инфляции, притоке иностранного капи-

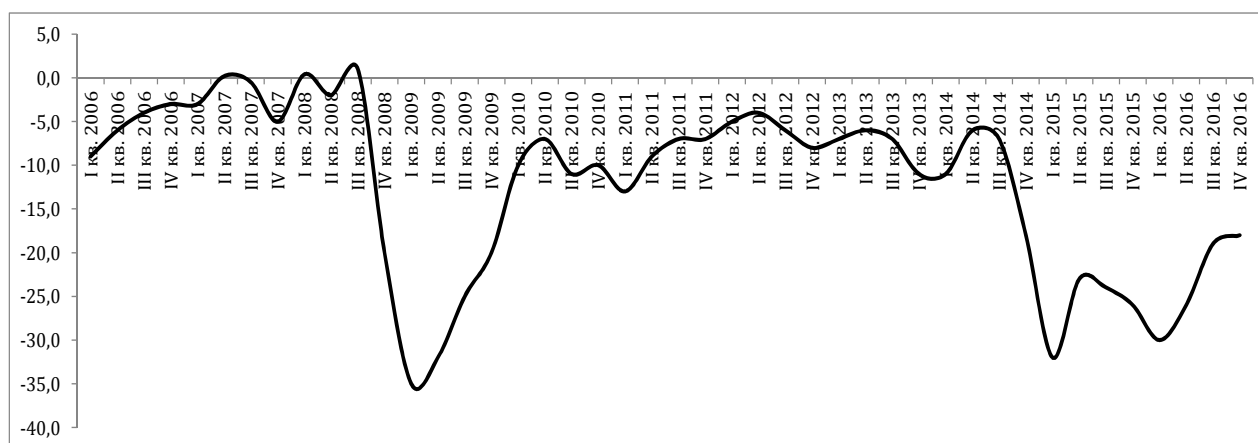


Рис. 8. Индекс потребительской уверенности

Источник: Росстат.

тала и — самое важное — в относительно высоких темпах экономического развития, способных без особого ущерба поглотить издержки перехода, проявляющиеся во временном замедлении роста экономики. Менее благоприятную обстановку, чем та, что сопутствовала российскому переходу к инфляционному таргетированию, вообразить трудно; в результате действия монетарных властей в лучшем случае значительно усилили инвестиционный спад, а в худшем — на годы закрепили инвестиционную паузу.

Таргетирование инфляции основывается на управлении инфляционными ожиданиями, однако уровень недоверия к способности регулятора достигнуть установленной цели по инфляции в обществе крайне высок в силу того, что инфляция носит преимущественно немонетарный характер. Отказавшись от курсовой стабилизации национальной валюты ЦБ одновременно лишил себя возможности контролировать наиболее значимую монетарную компоненту инфляционных процессов — эффект переноса валютного курса.

Основным операционным инструментом инфляционного таргетирования является краткосрочная процентная ставка, которая оказывает

влияние на долгосрочные ставки посредством развитого финансового рынка, однако в российских условиях действие трансмиссионного механизма оставляет желать много лучшего. Более того, складывается ощущение, что регулятор находится в ловушке — ослабление ключевой ставки может привести к потере привлекательности операций *carry trade*, а значит, к оттоку иностранного спекулятивного капитала, девальвации рубля и скачку инфляции; сохранение (или повышение в условиях роста инфляционных ожиданий) ключевой ставки также приведет к росту цен, но на базе включения стоимости фондирования в производственные издержки, а заодно подавит остаточную инвестиционную активность в экономике.

Наконец, ускорение инфляции в 2014–2015 гг. было связано в основном с внешними факторами. По мере исчерпания их действия темп роста цен сам собой замедлился. Быстрое снижение инфляции в 2016 г. связано с падением реальных доходов и платежеспособного спроса населения и во многом объясняется эффектом высокой базы предыдущего года и, таким образом, не является результатом целенаправленных усилий монетарных властей.

ЛИТЕРАТУРА

1. Красавина Л. Н. Актуальные проблемы инфляции и ее регулирования в России: системный подход // Деньги и кредит. 2011. № 3. С. 19–28.
2. Зубаревич Н. и др. Мониторинг экономической ситуации в России: тенденции и вызовы социально-экономического развития. 2017. № 5 (43). Март / под ред. В. С. Гуревича и др. ИЭП, РАНХиГС, ВАБТ. URL: http://www.iep.ru/files/text/crisis_monitoring/2017_5-43_March.pdf.

3. Березинская О., Ведев А. Производственная зависимость российской промышленности от импорта и механизм стратегического импортозамещения // Вопросы экономики. 2015. № 1. С. 103–115.
4. Романчук С. Валютный рынок: Девальвация 2.0 // Ведомости. 2015. № 3899. 20 авг.
5. Масленников В.В. Влияние современной денежно-кредитной политики России на экономический рост // ЭКО. 2015. № 10 (496). С. 153–166.
6. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. 480 с.
7. Стрижевич А.С. Инфляционные ожидания как фактор инфляции // Социальные явления. 2016. URL: <http://socialphenomena.org/ru/blog/article/strijevich-3>.
8. Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения: аналитический отчет. М.: Банк России. 2017. № 3. Март. 56 с. URL: <http://www.cbr.ru/DKP/? PrtId=inf.l>.
9. Credit Suisse Global Wealth Databook 2016. — Switzerland, Zurich: CREDIT SUISSE AG Research Institute. 2017. 158 p.
10. НАФИ: россияне считают не лучшим время для сбережений. URL: <https://mresearcher.com/2016/03/nafi-rossiyane-schitayut-ne-luchshim-vremya-dlya-sberezhenij.html>.

REFERENCES

1. Krasavina L.N. Actual problems of inflation and its regulation in Russia: a systematic approach [Aktual'nye problemy inflyatsii i ee regulirovaniya v Rossii: sistemnyj podkhod]. *Den'gi i kredit — Money and credit*, 2011, No. 3, pp. 19–28.
2. Monitoring of the economic situation in Russia: trends and challenges of socio-economic development [Monitoring ehkonomicheskoy situatsii v Rossii: tendentsii i vyzovy sotsial'no-ehkonomicheskogo razvitiya]. 2017, No. 5 (43), March/ N. Zubarevitch and others; Ed. Gurevich V.S. IEP, RANEPА, VAVT. Available at: http://www.iep.ru/files/text/crisis_monitoring/2017_5-43_March.pdf.
3. Berezinskaya O., Vedev A. Industrial dependence of Russian industry on imports and the mechanism of strategic import substitution [Proizvodstvennaya zavisimost' rossijskoj promyshlennosti ot importa i mekhanizm strategicheskogo importozameshheniya]. *Voprosy jekonomiki — Issues of Economics*, 2015, No. 1, pp. 103–115.
4. Romanchuk S. Currency market: Devaluation 2.0 [Valyutnyj rynek: Deval'vatsiya 2.0]. *Vedomosti — Vedomosti*, 2015, No. 3899, Aug., 20.
5. Maslennikov V.V. Influence of Russian modern monetary policy on economic growth [Vliyanie sovremennoj denezhno-kreditnoj politiki Rossii na ehkonomicheskij rost]. *JeKO — ECO*, 2015, No. 10 (496), pp. 153–166.
6. Mirkin Ya.M. The financial future of Russia: extremes, booms, systemic risks. [Finansovoe budushhee Rossii: ehkstreumy, bumy, sistemnye riski]. Moscow, GELEOS Publishing House; Capital Trade Company, 2011, 480 p.
7. Strizhevich A.S. Inflationary expectations as an inflationary factor [Inflyatsionnye ozhidaniya kak faktor inflyatsii]. *Social'nye javlenija — Social phenomena*, 2016. Available at: <http://socialphenomena.org/ru/blog/article/strijevich-3/>.
8. Inflationary expectations and consumer sentiment of the population: an analytical report [Inflyatsionnye ozhidaniya i potrebitel'skie nastroeniya naseleniya: analiticheskij otchet]. Moscow, The Bank of Russia, 2017, No. 3, March, 56 p. [Electronic resource]. Available at: <http://www.cbr.ru/DKP/? PrtId=infl>.
9. Credit Suisse Global Wealth Databook 2016. Switzerland, Zurich: CREDIT SUISSE AG Research Institute, 2017, 158 p.
10. NAFI: Russians do not consider the best time for savings [NAFI: rossiyane schitayut ne luchshim vremya dlya sberezhenij]. Available at: <https://mresearcher.com/2016/03/nafi-rossiyane-schitayut-ne-luchshim-vremya-dlya-sberezhenij.html>.