

## Инфляция и монетизация экономики

**М. В. Еришов,**

доктор экономических наук, старший вице-президент Росбанка (руководитель проекта)

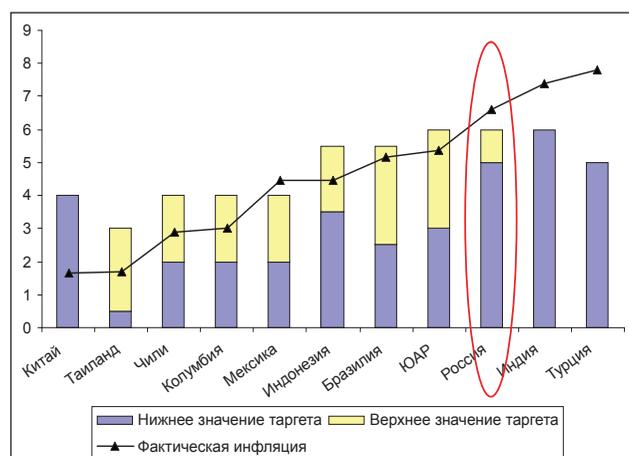
**В. Ю. Татузов,**

кандидат экономических наук, главный специалист, Росбанк

**Е. Д. Урьева,**

специалист Управления развития, Росбанк

**И**нфляция в 2012 г.: ускорение при долговременном понижательном тренде. Начиная с кризиса 2008 – 2010 гг. тенденция к ослаблению инфляционных процессов наметилась как в России, так и за рубежом. В январе 2013 г. Мировой банк с удовлетворением отметил, что «в мире в целом инфляция находится под контролем, при среднегодовом ИПЦ, достигнувшим 3,9% в конце 2012 г.»<sup>1</sup>. В частности, инфляция в развивающихся странах замедляется: в 80% развивающихся экономик она не превышает 6%, а в большинстве стран со средним уровнем доходов находится в пределах зоны таргетирования<sup>2</sup>. Тем не менее в ряде стран (в том числе и в России) ситуация иная (рис. 1).



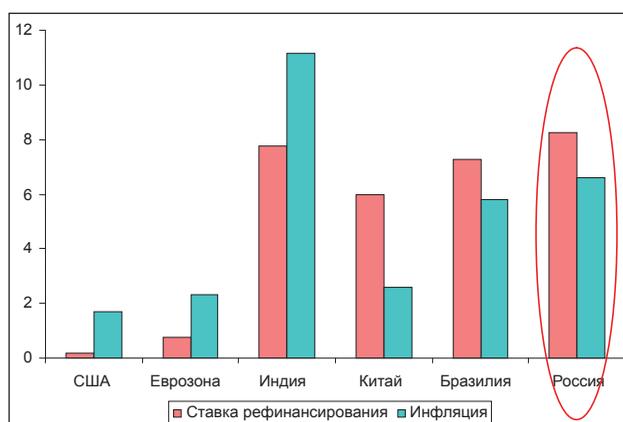
Источник: World Bank. January 2013.

Рис. 1. Плановая и фактическая инфляция в некоторых развивающихся странах, %

При этом, если в развитых странах в последнее время уровень ставок рефинансирования устойчиво находится на уровне значительно ниже инфляции, то во многих странах с развивающимся рынком (в том числе в России) такой уровень ставок, напротив, выше инфляции, что в целом означает более рестриктивную политику и не ведет к увеличению доступности ресурсов, необходимых для участников экономики (рис. 2).

В целом российским регуляторам пока не удалось сдержать рост цен, заметный ускорившийся с начала 2012 г.,

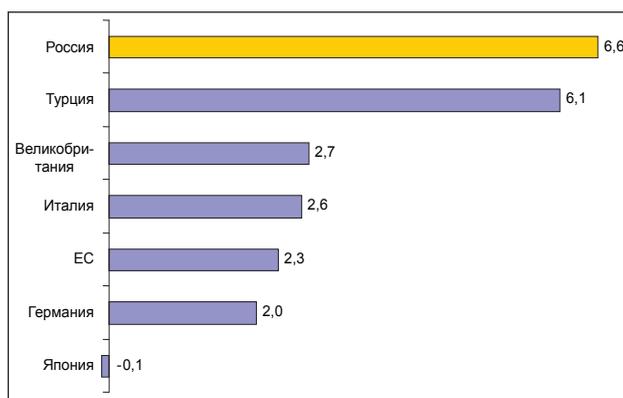
причем инфляция в Российской Федерации выше, чем в ряде других стран (рис. 3).



Источник: центральные банки соответствующих государств.

Рис. 2. Инфляция\* и ставка рефинансирования в ряде стран (2012 г., %)

\* Дек. 2012 г./дек. 2011 г.



Источник: Росстат.

Рис. 3. Инфляция (ИПЦ) в России и зарубежных экономиках в 2012 г. (% , дек./дек.)

При этом удается сохранить инфляцию в России на невысоком уровне (по сравнению с докризисным периодом), в том числе из-за того, что ряд прежних инфляционных факторов (например, цены на нефть) потерял свое

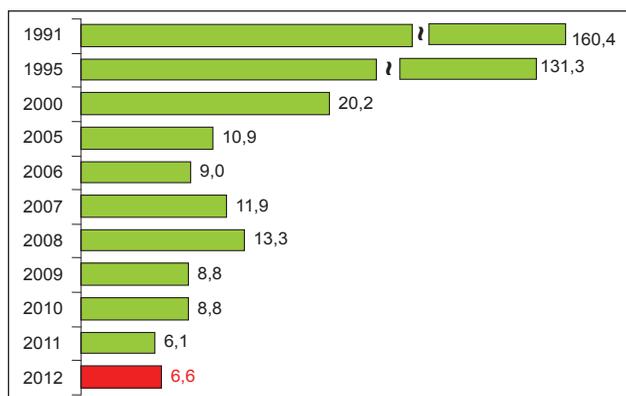
<sup>1</sup> World Bank. January 2013.

<sup>2</sup> Ibid.

значение<sup>1</sup>. Также снижению инфляции способствовало уменьшение темпов роста экспортных доходов, «чистого экспорта» и **чистый отток частного капитала** (почти 60 млрд дол. в 2012 г.).

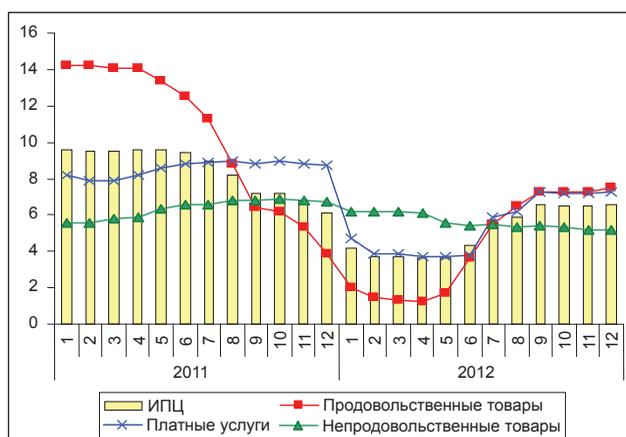
Напомним, что до кризиса 2008 г. рост нефтяных цен и приток капитала являлись важными факторами наблюдавшейся тогда высокой инфляции (примерно 10% и более в год). Так, в докладе Всемирного банка (2005 г., апрель) говорилось, что отмечавшийся тогда дополнительный приток капитала «увеличивает давление на инфляцию и реальный валютный курс»<sup>2</sup>.

В то же время сейчас достигнутый уровень инфляции является самым низким в новейшей истории страны (рис. 4).



Источник: Росстат.

Рис. 4. Инфляция в России в 1991 – 2012 гг. (%), ИПЦ)



Источник: Банк России.

Рис. 5. Инфляция (ИПЦ), прирост цен на продовольственные товары, непродовольственные товары и услуги в Российской Федерации, % (к соответствующему месяцу предыдущего года)

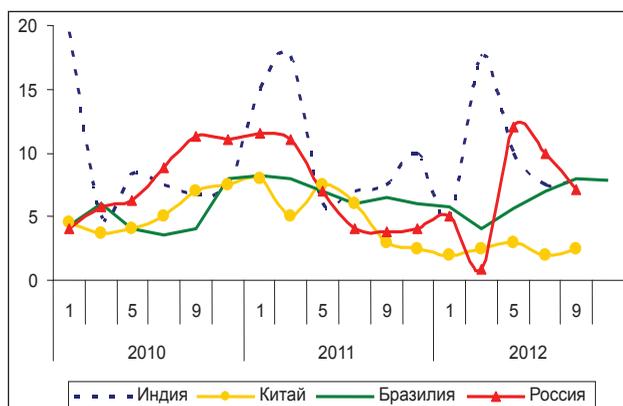
Отметим, что в отдельные периоды уровень инфляции может повышаться, что, естественно, вызывает опасения субъектов рынка и регуляторов, а также приводит к неже-

<sup>1</sup> Высокие темпы роста нефтяных цен существенно уменьшились под влиянием неблагоприятных тенденций в экономике европейских и иных стран – ведущих импортеров сырьевых ресурсов (цена на нефть в 2012 г. составила 111 дол./баррель, оставшись примерно на уровне 2011 г.).

<sup>2</sup> Worldbank.org

лательному росту инфляционных ожиданий у всех агентов рыночных отношений. Так произошло, в частности, летом 2012 г., когда повышение потребительских цен было связано с деятельностью естественных и иных монополий, с ростом цен на зерно и продовольствие в целом (в том числе из-за плохого урожая). Имевшая место до того почти в течение года понижающаяся динамика инфляционных процессов сменилась на противоположную (рис. 5).

При этом хотелось бы указать, что в российской инфляции содержится некая глобальная составляющая, отражающая тенденции за рубежом, которые воздействуют на тенденции в России. Так, «всплеск» инфляции наблюдался в ряде стран БРИК в 2012 г. – в Индии несколько ранее и в Китае, наоборот, несколько позже, чем в России (рис. 6).



Источник: World Bank. January 2013.

Рис. 6. Страны БРИК: средняя очищенная от сезонности инфляция\*, %

\*За три месяца к соответствующим трем месяцам предыдущего года.

**Усиление немонетарного характера инфляционных процессов.** Для объективной оценки первопричин современной российской инфляции следует кратко вспомнить различные виды инфляции, а также что лежит в их основе.

1. *Инфляция спроса* вызывается:

- повышением доходов, связанных с положительным сальдо платежного баланса;
- ростом государственных расходов;
- увеличением частных расходов, в частности, обусловленных быстрым ростом банковского кредитования.

2. *Структурная инфляция* – повышение общего уровня цен, связанное с наличием естественных и других монополий, административным регулированием цен на уровне федеральных или региональных органов власти.

3. *Инфляция издержек* – инфляция, обусловленная ростом издержек производства в результате увеличения заработной платы, плохих погодных условий и т. д.

4. *Импортируемая инфляция* вызывается ростом цен на импортируемые товары и другими причинами внешнеэкономического характера.

5. *Инфляция ожиданий* возникает, когда отдельные субъекты, ожидая заранее повышения цен, формируют так

называемый «упреждающий спрос», увеличивают цену на производимую продукцию и т. д.

Особенность современного этапа состоит в том, что в России отмечается одновременное проявление всех основных видов инфляции. При этом роль структурной и импортируемой инфляции, а также инфляции издержек усилилась летом 2012 г. Целый ряд причин дал тогда толчок росту потребительских цен. Во-первых, перенос повышения регулируемых тарифов на федеральном уровне и на местах (на услуги ЖКХ и городского транспорта) с начала года на лето 2012 г. Во-вторых, рост цен на продовольствие (по причине как повышения цен на зерно и иные виды продовольствия за рубежом, так и в связи с сокращением производства в сельском хозяйстве, во многом из-за погодного фактора – плохого урожая вследствие засухи).

Отметим замедление роста цен на ряд продовольственных товаров. Исключение составляют хлеб, хлебобулочные изделия, сахар и плодоовощная продукция (рис. 7), благодаря которым роль продовольственных товаров в росте инфляции выросла в 2012 г. по сравнению с 2011 г. (рис. 8).

Этот рост цен на продовольственную продукцию, связанный как с негативными тенденциями в сельском хозяйстве Российской Федерации, так и с инфляционными процессами в продовольственной сфере за рубежом, во многом привел к повышению роли немонетарных факторов в российских инфляционных процессах. В целом вклад в инфляцию немонетарных факторов повысился (табл. 1) с 20% в 2011 г. до 36% в 2012 г., т. е. оказался примерно на уровне 2005 г. (37%)<sup>1</sup>.

Таблица 1

**Инфляция и вклад в нее монетарных и немонетарных факторов в 2005, 2011 и 2012 гг., Россия**

	2005 г.	2011 г.	2012 г.
ИПЦ	10,9	6,1	6,6
Монетарные факторы	6,9	4,9	4,2
Немонетарные факторы	4,0	1,2	2,4

Источник: составлено по оценкам МЭР.

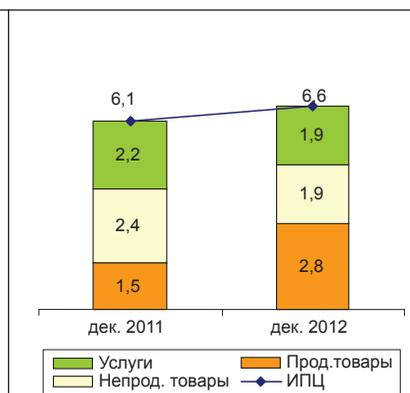
Напомним, что монетарные факторы – это факторы, связанные с монетарной политикой. К ним относится, в первую очередь, динамика денежных агрегатов и валютного курса. В исследуемом периоде немонетарные факторы складываются прежде всего из роста цен на произведенные в условиях естественных и иных монополий услуги, а также сельскохозяйственную продукцию. Повышение роли немонетарных факторов в данном случае подтверждает

<sup>1</sup> Рассчитано по таблице 1.



Источник: МЭР.

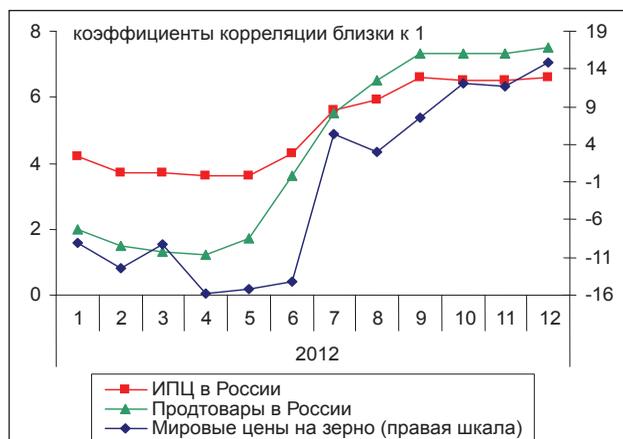
Рис. 7. Рост цен на основные продовольственные товары в 2011 и 2012 гг. в Российской Федерации, прирост (снижение) цен (%), дек./дек.



Источник: Росстат.

Рис. 8. Вклад в инфляцию основных групп товаров и услуг в течение года, Российская Федерация (п. п.)

сформулированный выше тезис об увеличении значения таких видов инфляции, как структурная инфляция, инфляция издержек, импортируемая инфляция. Так, в России цены на продовольствие и инфляция в целом коррелируют и между собой, и с мировыми ценами на зерно (с коэффициентами корреляции, близкими к 1 (рис. 9)).



Источники: Банк России, Food and Agriculture Organization.

Рис. 9. Темпы прироста потребительских цен, цен на продовольствие в Российской Федерации и мировых цен на зерно\*, %

\*К соответствующему месяцу предыдущего года.

**Об инфляции и монетизации.** Согласно принятому варианту денежно-кредитной политики Банка России, ее приоритетной целью является «обеспечение ценовой стабильности, т. е. поддержание стабильно низких темпов роста цен»<sup>1</sup>. Действительно, на 2013 г. – 2015 гг. планируется инфляция на уровне 4 – 6% (прогноз Банка России и МЭР, ноябрь 2012-го – январь 2013 г.), что означает продолжение тенденции ее снижения начиная с 1998 г. При этом перед экономикой ставится задача устойчивого роста, что будет

<sup>1</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов. Банк России. С. 3.

требовать адекватного финансирования и, очевидно, может быть сопряжено с ростом цен. Насколько совместимо решение стоящих задач? Предполагается, в частности, что *денежная база* (т. е. эмиссия рублей) будет расти темпами около 10%, что с учетом действия мультипликатора может привести к росту *денежной массы* почти на 19%. Другими словами, увеличение денег в экономике, как планируется, не приведет к такому же увеличению цен.

Отметим, что указанная тенденция «отставания» цен от роста ликвидности отмечается в российской экономике уже более 10 лет (рис. 10а)!

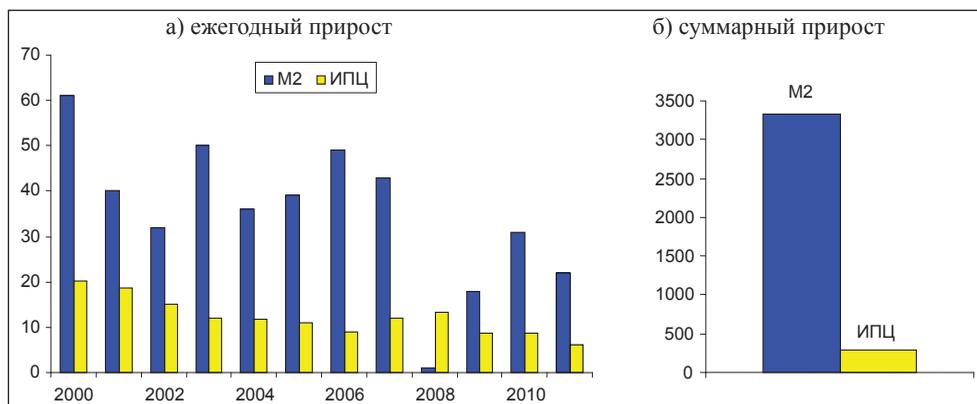
Казалось бы, дополнительный рост *ликвидности* должен «подтягивать» цены за собой. Однако в нашем случае этого не происходит, причем не происходит уже в течение длительного периода времени. Более того, итоговое расхождение (рис. 10б) между этими показателями очень значительно (см. подробнее: <http://www.ershovm.ru>).

На возможность именно такого развития событий нами было указано еще 12 лет назад. Отмечалось, в частности, что вследствие низкой монетизации российская экономика «демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безинфляционной основе»<sup>1</sup>. В связи с этим делался вывод о том, что «немонетизированные операции... могут в значительной степе-

ни способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики»<sup>1</sup>. Такие выводы и прогнозы были оправданы с учетом того «денежного провала», который имел место в первой половине 1990-х гг.: тогда цены выросли в 10 раз больше, чем денежная масса, что привело к ее реальному сжатию на ту же величину (рис. 11 и 12)!

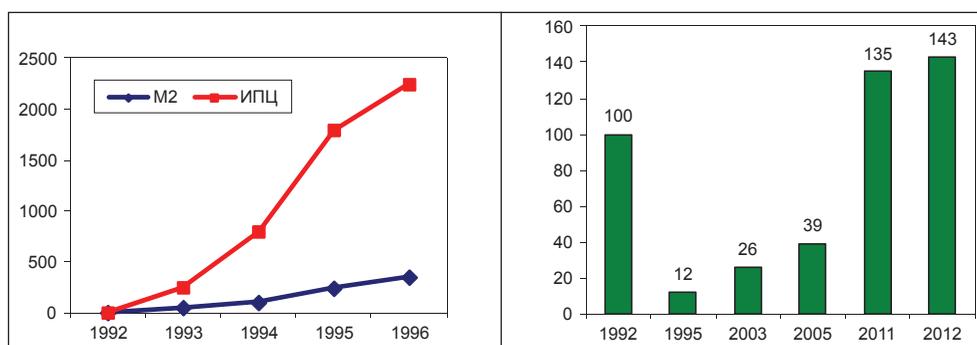
Естественным следствием подобного «монетарного шока» стало появление неплатежей, бартера, суррогатов и прочих квазиденег, посредством которых экономика смогла компенсировать возникающие перекосы. Было очевидно, что инфляционные последствия от роста денег в таких условиях будут ограничены. «Денежное сжатие» привело и к сокращению монетизации экономики в целом, которая хоть и выросла в последние годы, но сейчас по-прежнему невелика и может существенно ограничивать возможности экономического роста.

*Примечание. Глубина провала реального значения М2 в России высвечивает и наличие еще одного измерения указанной проблемы – геополитического. Оно связано с тем, каковы могут быть источники требуемой монетизации. Если допустить, например, что главными каналами пополнения ликвидности у нас будут некие зарубежные источники, то это может означать серьезные риски: иностранные ресурсы будут занимать решающее место*



Источник: Банк России.

Рис. 10. Прирост денежной массы и инфляция (ИПЦ) в России в 2000 – 2011 гг., %



Источник: рассчитано по данным Росстата.

Рис. 11. Индексы потребительских цен и М2 в 1992 – 1996 гг. (1992 г. = 1) в Российской Федерации

Рис. 12. Динамика реальной денежной массы в 1992 – 2012 гг. (1992 г. = 100%) в Российской Федерации

*в сформированной денежной массе, а их собственники получат в результате возможность определять приоритеты и характер развития экономики страны. Все это делает тем более актуальной необходимость преобладающей роли национальных монетарных властей в формировании финансовых основ и монетизации российской экономики.*

**О монетарных факторах и временных лагах.** Хотя графически временные лаги между увеличением денежной массы и ценами прослеживаются нечетко, тем не менее более специализированный анализ свидетельствует, что рост М2 может влиять на инфляцию с *временным лагом, достигающим нескольких месяцев*, а иногда доходящим даже до 6 – 8 месяцев<sup>2</sup>.

Действительно, согласно расчетам, такой лаг может существовать (см. ниже),

<sup>1</sup> Ериов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. С. 317 – 318.

<sup>2</sup> См., например: OECD Economic Surveys: Russian Federation. 2009. P. 94 – 95.

<sup>1</sup> Ериов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика, 2000. С. 318.

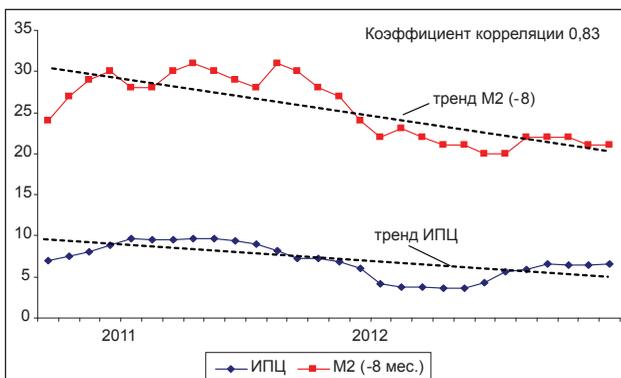
но он не является исчерпывающим объяснением связи между динамикой М2 и инфляцией<sup>1</sup>. Использование нами корреляционного анализа с учетом временного лага позволяло в предкризисный период говорить о наличии связи М2 и ИПЦ с лагом, равным примерно 4 – 5 кварталам (табл. 2). О существовании такого лага писал в своих ранних работах М. Фридман<sup>2</sup>, который отмечал возможность того, что в отдельные периоды этот лаг будет длиннее, в другие – короче<sup>3</sup>. Так, в 2011 – 2012 гг. более отчетливо прослеживался лаг длиной 8 мес. (рис. 13).

Таблица 2

**Коэффициенты корреляции М2 и ИПЦ в Российской Федерации (по месяцам, в годовом выражении)\***

	2007 г.	2008 г.	2009 г.
С лагом 12 месяцев	0,87	0,71	0,91
С лагом 16 месяцев	0,85	0,67	0,89

\* О лаге 4 – 5 кв. см.: ЦСА Росбанка: инфляция в условиях кризиса // Аналитический банковский журнал. 2010. № 3. С. 28. Также «длинный» лаг (5 кв.) в 2006 – 2011 г. был найден П. Бадасен – на эту тему см.: Инфляционные процессы в России (материалы семинара «Реалистическое моделирование»). М.: Совет Федерации, 2012. С. 30.



Источник: Банк России.

Рис. 13. Годовой прирост ИПЦ и М2 в Российской Федерации с лагом 8 мес.%, %

\* К соответствующему месяцу прошлого года.

Другой монетарный фактор – валютный курс – должен оказывать воздействие на потребительские цены в отдельные временные периоды. Хорошо известно, что обесценение валюты ведет к удорожанию импорта и даже удорожанию экспорта в национальной валюте (выделено нами) (в том числе вследствие удорожания импортируемых компонентов и т. д.)<sup>4</sup>. Несмотря на то, что наличие такой связи в России в более долгосрочном плане прослеживается неявно (в том числе вследствие того, что

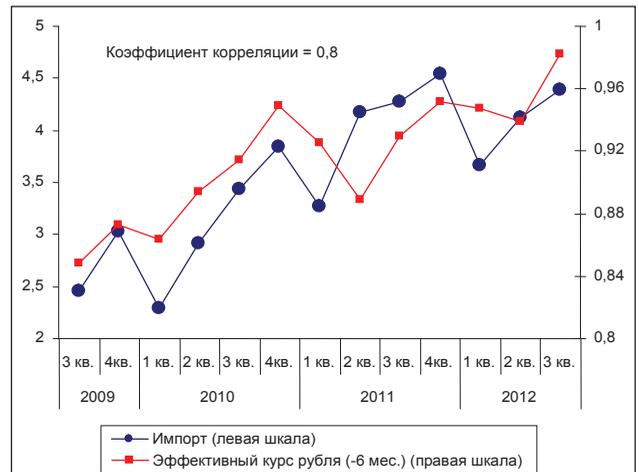
<sup>1</sup> Так, до кризиса существовал более продолжительный временной лаг (1 год и более).

<sup>2</sup> Friedman M. The Lag in Effect of Monetary Policy. The Journal of Political Economy. 1961. № 69 (5). P. 447 – 466.

<sup>3</sup> Фридман М. Если бы деньги заговорили. М.: АНХ, 1998. С. 112.

<sup>4</sup> Однако это удорожание экспорта происходит, как правило, на величину, меньшую, чем обесценивается курс, что в итоге означает удешевление экспорта в иностранной валюте.

многие внешнеторговые контракты имеют долгосрочный характер и слабо реагируют на текущие изменения курса), после кризиса такая связь прослеживается достаточно отчетливо (рис. 14).



Источники: Банк России, Росстат.

Рис. 14. Индекс роста рублевой стоимости импорта и изменения эффективного курса рубля в Российской Федерации с лагом 6 мес. в 2009 – 2012 гг. (2004 г. = 1)\*

\* Увеличение индекса эффективного курса рубля означает укрепление рубля по отношению к иностранным валютам.

Все перечисленные выше особенности показывают многоплановость процессов инфляции в современном мире, делая необходимым комплексное исследование ее проблем, равно как и мер по борьбе с ней (с учетом растущего вклада немонетарных факторов следует избегать переноса избыточного акцента на монетарную ограничительную политику). При этом реализация официального прогноза по инфляции (5 – 6% на 2013 г.) может быть поставлена под вопрос не только в текущем году, но и в ближайшие годы (в 2014 – 2015 гг. по официальному прогнозу годовая инфляция составит 4 – 5%). Этот прогнозный ориентир по инфляции, возможно, будет превышен даже несмотря на то, что Правительство Российской Федерации и Банк России предпринимают активные шаги по ее снижению. С учетом того, что цены более эластичны в направлении их повышения, чем снижения (т. е. цены гораздо более податливы к росту, чем к снижению), инфляция, как представляется, в ближайшие годы может достигнуть приблизительно уровня 6 – 8%.

**Об антиинфляционной политике.** Один из источников инфляции – бюджетные расходы, которые в абсолютном и относительном выражении росли в течение всего предыдущего года. В то же время с учетом внешних рисков требуется избегать резкого сокращения внутреннего спроса. В комплексе антиинфляционных мер целесообразно также повысить значение эффективной налоговой политики (в том числе увеличить собираемость налогов).

Следует учитывать, что эффективность сдерживающей монетарной политики была ограниченной, в том числе в связи с недостаточным учетом немонетарных факторов

инфляции, а также отсутствием своевременных мер по контролю над ними (например, в продовольственной сфере). Необходимо также принимать во внимание и высокие издержки ограничительной монетарной политики, так как данная политика снижает инвестиционный потенциал, а также ресурсную базу банковской системы.

В борьбе с инфляцией существует опасность перенесения акцента исключительно на ограничительную денежно-кредитную политику, что *может обернуться новыми рисками для экономики и банковской сферы:*

- сдерживание роста денежных агрегатов снижает ресурсную базу банковской системы и экономики в целом;
- удорожание кредита препятствует экономическому росту и может способствовать возникновению локальных, региональных и, возможно, системных кризисных явлений в экономике;

- излишние ограничения в денежно-кредитной сфере могут отразиться на реализации социальных программ, что в конечном счете будет сдерживать потребительский спрос. Кроме того, недостаточный контроль за немонетарными факторами может привести к росту этого компонента инфляции и отразиться на общем росте цен.

С учетом этого снижению инфляции спроса могли бы способствовать эффективные меры по стимулированию экономики предложения. Увеличение совокупного предложения<sup>1</sup> требует принятия дополнительных мер по созданию конкурентной среды для бизнеса и значительному повышению инвестиций в основной капитал. В частности, рост сбережений в последние годы создает основу для их более полной трансформации в инвестиции и перераспределения через кредитную систему в направлении «узких мест» в экономике Российской Федерации. В связи с этим одной из первоочередных задач является реализация мер по увеличению предложения сельскохозяйственной продукции, поскольку именно тенденции в продовольственной сфере стали одним из значимых инфляционных факторов в 2012 г. Также проводимая денежно-кредитная политика должна быть дополнена мерами по замещению внешних заимствований внутренними (что предполагает существенное расширение внутреннего финансового рынка; внутренних источников монетизации, в том числе рефинансирования и т. д.), повышению устойчивости национальной банковской системы и ее роли в процессе трансформации сбережений в инвестиции. В целом с учетом специфики нынешней ситуации в антиинфляционной политике необходимо отдавать приоритет мерам по поддержке отечественных производителей и реальной конкуренции на рынке товаров и услуг.

Общеизвестно, что все виды инфляции имеют значительные экономические и социальные последствия, причем, как правило, негативные.

- Обесценение сбережений ставит в неблагоприятное положение получателей фиксированных доходов (пенсий, заработной платы, процентов на вклады в банках).

- Уменьшается реальная стоимость срочных банковских вкладов, стоимость страховых полисов, ежегодной ренты с фиксированной ставкой и пр.

Также инфляция перераспределяет доходы между дебиторами и кредиторами, оказываясь выгодной для заемщика.

- Происходит деформация экономических отношений в целом. Повышаются риски при долгосрочном кредитовании и инвестиционных процессах. Ликвидные средства перетекают в краткосрочные сделки спекулятивного характера, в том числе в операции, направленные на сохранение покупательной способности денежных ресурсов.

- Вызывая повышение спроса, инфляционные ожидания ведут к постоянному росту цен, что при отсутствии должных механизмов и инструментов контроля может привести к росту инфляции и социальной напряженности.

### Выводы

В современных условиях выработка антиинфляционных мер должна базироваться на трактовке инфляции как многофакторного процесса. Успешно решить проблему роста потребительских цен удастся при условии разработки и реализации комплекса антиинфляционных мероприятий, тесно увязанных со структурной политикой.

Приоритетной задачей регуляторов должно быть поддержание сбалансированного роста экономики, занятости и доходов населения. Мы должны быть готовы к тому, что рост экономики и тем более его ускорение будут сопряжены с неизбежным повышением уровня цен. Другое дело, что необходимо использовать весь набор экономических рычагов, которые обеспечивали бы торможение указанного роста инфляции.

Комплекс антиинфляционных мер правительства при их правильной балансировке может привести к положительному результату. Еще раз в этой связи напомним, что заслуживают внимания следующие наиболее важные меры:

- ограничение роста тарифов естественных монополий;
- контроль над бюджетными расходами;
- стимулирование производства (в том числе сельскохозяйственного), а также формирование стабильных правил регулирования импорта;
- поддержка инвестиционной активности и конкуренции;
- прочие меры.

Перед экономикой Российской Федерации в полной мере стоят задачи обеспечения устойчивого развития и минимизации внешних рисков. А для этого необходимо адекватное поступление финансовых ресурсов в российскую экономику, которые при этом должны в первую очередь формироваться на основе внутренних, а не внешних источников монетизации, при ведущей роли национальных монетарных властей (как это происходит в зрелых финансовых системах). Оно должно носить целевой характер (т. е. обеспечивать экономические приоритеты развития). Инфляционный риск при этом должен сдерживаться как невысоким уровнем нашей монетизации, так и снижением монетарной составляющей инфляционных процессов, а формируемый в результате потенциал роста экономики заложит основы ее развития на многие годы. ■

<sup>1</sup> Такой подход к экономической политике получил распространение как «концепция предложения».