

ПЕРСПЕКТИВЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В РОССИИ НА ФОНЕ НИЗКОЙ ИНФЛЯЦИИ

© 2019 г. М. Ершов

ЕРШОВ Михаил Владимирович, доктор экономических наук,
Финансовый университет при Правительстве РФ, РФ, 125993 Москва, Ленинградский пр-т, 49 (mvershov@fa.ru).

Статья поступила в редакцию 15.02.2019.

Инфляция в России достигла минимальных исторических значений в 2017 г., но рост экономики остается на низких уровнях и недостаточно устойчив. Согласно мировому опыту, низкая инфляция не всегда приводит к повышению темпов роста экономики, она должна сочетаться с более активной стимулирующей денежно-кредитной политикой. В то же время жесткость в денежно-кредитной и финансовой политике (в том числе повышение НДС) приводит, в частности, к росту цен и ставок по ипотеке, тем самым ограничивая возможности для деловой активности. Крайне важно воспользоваться потенциалом низких цен для обеспечения устойчивого роста экономики, стабильного и предсказуемого курса рубля и процентных ставок, которые делали бы возможным более активное использование финансовых средств в экономике.

Ключевые слова: инфляция, процентные ставки, валютный курс, монетизация экономики, рост экономики, ВВП, денежно-кредитная политика.

DOI: 10.20542/0131-2227-2019-63-8-29-38

Достигнутый за последние годы минимальный уровень инфляции создает качественно новые условия для экономики России. По словам Президента В.В. Путина, “низкий уровень инфляции дает дополнительные возможности для развития” [1]. В первую очередь для формирования более прогрессивной структуры экономики и повышения качества экономического роста. Действительно, низкая инфляция создает основу для роста экономики, но отнюдь не гарантирует его (что пока и отмечается – при инфляции 2% рост ВВП РФ составил всего 1.5% в 2017 г.). В этой связи оправдан вопрос о том, какие дополнительные

меры необходимо предпринять, чтобы обеспечить устойчивый подъем отечественной экономики?

О НЕКОТОРЫХ РОССИЙСКИХ ОСОБЕННОСТЯХ

В 2017 г. благодаря ряду обстоятельств, в том числе жесткой денежно-кредитной политике, инфляция в РФ достигла самого низкого значения с начала 1990-х годов – 2.5%. Многие считают, что при таком ее уровне правомерно ожидать более активной экономической динамики. Однако этого не наблюдается (рис. 1). Более того, рост ВВП сейчас

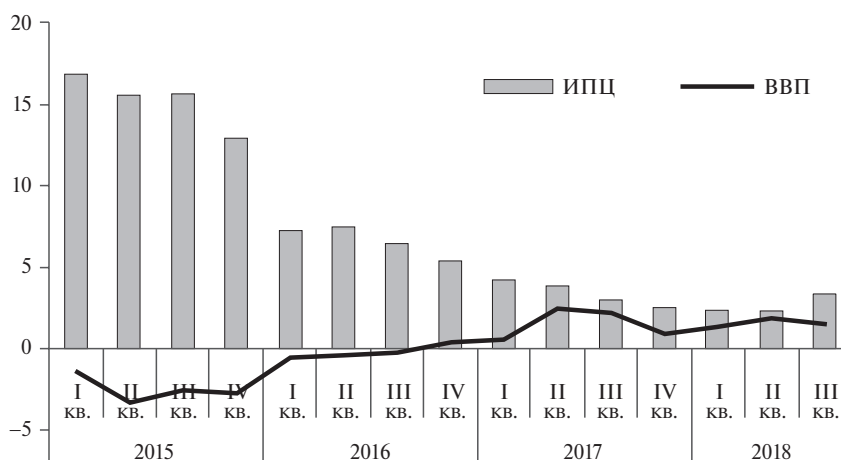


Рис. 1. РФ: динамика ВВП и индекса потребительских цен (ИПЦ), 2015–2018 гг., %¹

¹ ВВП – прирост реального ВВП; ИПЦ – данные на последний месяц квартала к соответствующему периоду предыдущего года.

Составлено по: [4, 5].

гораздо слабее, чем в периоды более высокой инфляции (например, в 2012 г. 3.7% при инфляции 6.6%). Это порождает дискуссию о том, какой уровень инфляции благоприятен для экономического роста (см., например: [2, 3]).

Действительно, в настоящее время инфляция характеризуется невысокими показателями. Однако потребительский спрос остается низким, в том числе потому, что абсолютный уровень цен установился на довольно высоком уровне, и в результате многие товары для домашних хозяйств стали менее доступными по сравнению с периодом, когда курс доллара составлял 30 руб./долл. (рис. 2).

За период 2014–2017 гг. существенно повысились также цены производителей (табл.), что еще больше способствовало росту внутренних цен. Рост цен производителей сокращает эффективность их деятельности и ограничивает доходы работников.

С середины 2018 г. повышаются инфляционные ожидания населения (рис. 3). Причинами стали рост

Таблица. РФ: прирост цен производителей, 2014–2017 гг.

Индексы цен	%
На продукцию (затраты, услуги) инвестиционного назначения	25.8
На приобретение машин и оборудования инвестиционного назначения	33.3
На строительную продукцию	21.8

Рассчитано по: [5].

цен на продовольственные товары и увеличение ставки НДС. При этом наблюдаемая и ожидаемая населением инфляция в разы превышает официальные показатели Росстата и прогнозы Банка России. Это в целом свидетельствует о достаточно настороженном настроении потребительского сектора.

Укажем также, что с 2014 г. реальные располагаемые доходы населения демонстрировали негативную динамику, лишь в начале 2018 г. обозначился их некоторый рост (рис. 4). Это также способствовало сокращению потребительского спроса и отча-

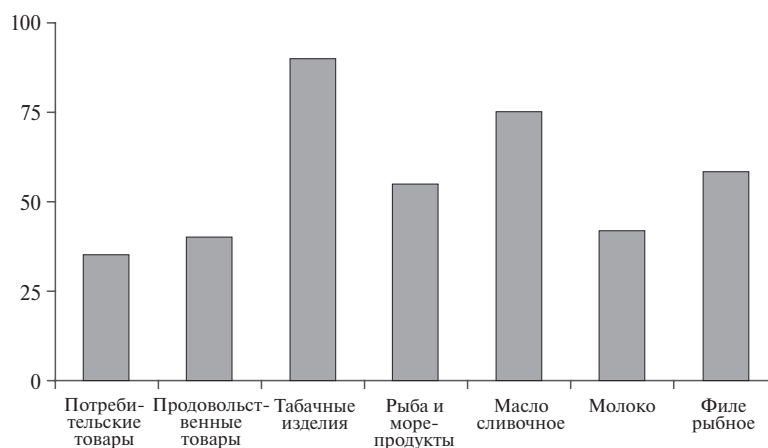


Рис. 2. Рост цен по ряду товаров, 2014–2018 гг., %

Рассчитано по: [5].

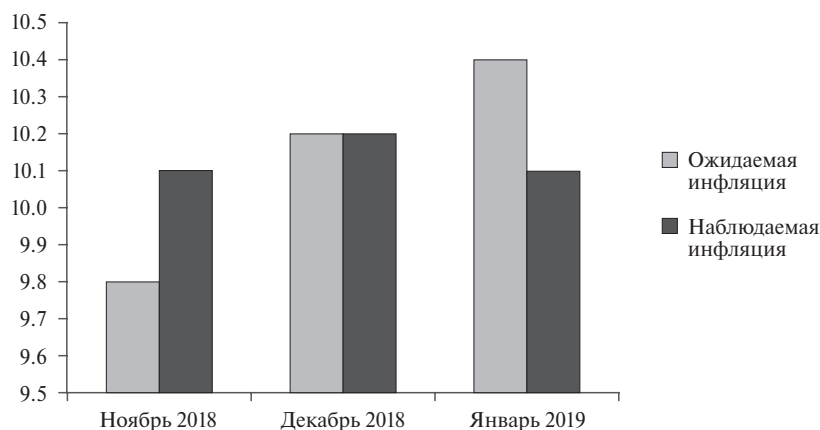


Рис. 3. Инфляционные ожидания (на следующие 12 месяцев, медиана) и фактические показатели, %

Составлено по: [6].

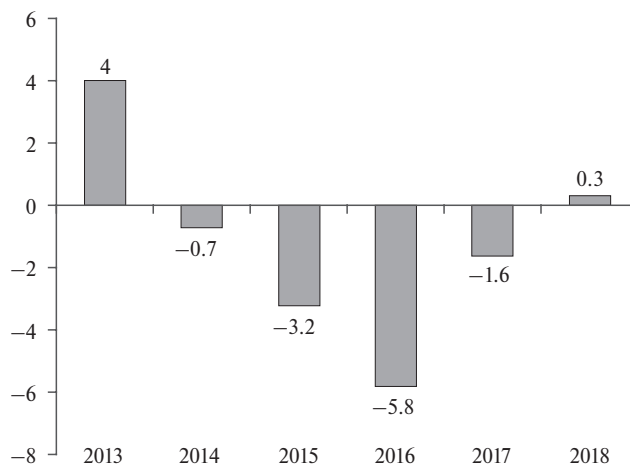


Рис. 4. Динамика реальных располагаемых доходов населения, г/г, %
Составлено по: [7].

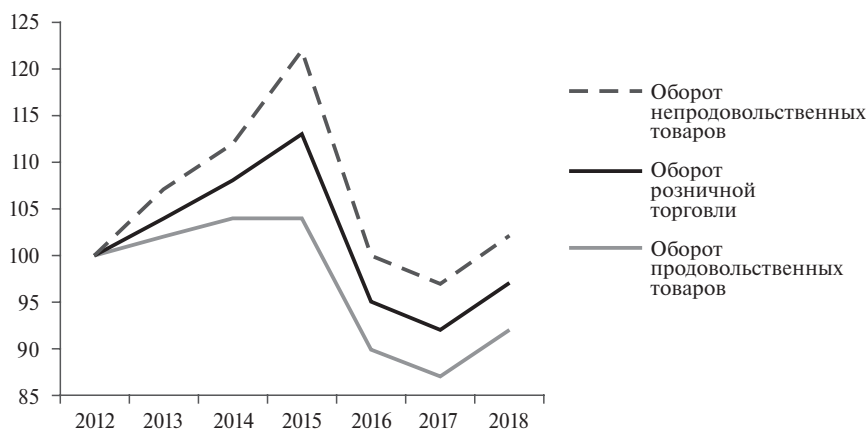


Рис. 5. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 г. = 100%, без учета сезонности)

Составлено по: [8].

сти явилось фактором, затормозившим как повышение цен, так и рост экономики в целом. Низкий спрос привел к сокращению оборота розничной торговли, который все еще ниже показателя начала 2012 г. (рис. 5).

Отметим в целом низкий уровень доходов населения России. По данным Росстата, лишь около 7% населения имеют ежемесячные доходы свыше 70 тыс. руб., что в целом свидетельствует о недостаточном потенциале потребительского сектора с точки зрения возможностей его воздействия на цены и рост экономики.

Снижение потребительского спроса – комплексный долгосрочный процесс. Важную роль играют высокий уровень процентных ставок и абсолютных цен, недостаточное повышение зарплат (относительно темпов роста цен), девальвация рубля и другие факторы. Решение проблем потребительского спроса с точки зрения его превращения в важный фактор экономического роста должно

рассматриваться с учетом минимизации факторов, которые его тормозят.

ИНФЛЯЦИЯ, ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И РОСТ ЭКОНОМИКИ

Высокий уровень инфляции часто рассматривается как тормоз для экономического роста. При этом зачастую те рычаги, которые предлагаются для стимулирования роста, воспринимаются как риски, усиливающие инфляцию.

Один из них – процентные ставки. Как правило, предлагаемые меры по их снижению для стимулирования экономической активности, вызывают контрдоводы, что это приведет к повышению инфляции и торможению роста. Такой исход возможен, но приглядимся, как выглядит ситуация с учетом специфики российской экономики.

После резкого повышения ключевой ставки в конце 2014 г. Банк России последовательно сни-

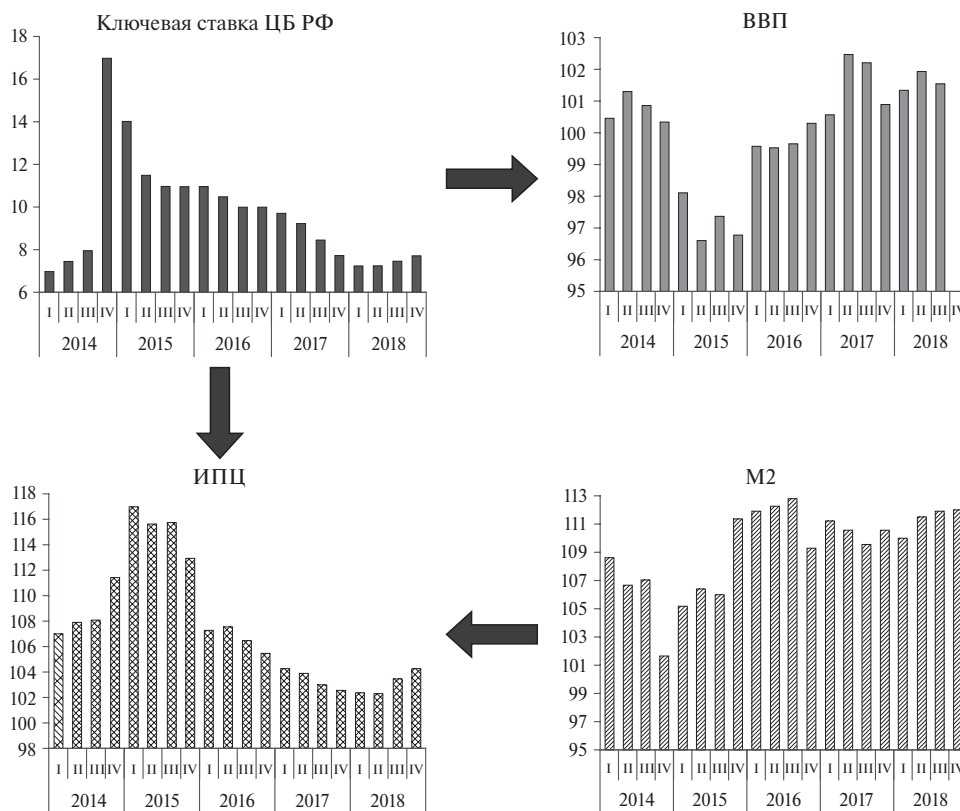


Рис. 6. Взаимосвязь ключевой ставки ЦБ РФ, ИПЦ, ВВП и денежной массы, %¹

¹ Ключевая ставка – на конец периода; ВВП – реальный рост, г/г; M2 – рост в текущих ценах, г/г.

Составлено и рассчитано по: [4, 5, 9, 10].

жал ее (к марту 2018 г. – до 7.25%). Это не спровоцировало всплеска инфляции, чего многие опасались. Более того, с 2016 г. она стала заметно падать. К ее ускорению также не привел и рост денежной массы (M2), наблюдаемый с конца 2015 г. (рис. 6). Это, что очень важно, сопровождалось ростом ВВП, пусть и небольшим.

Сначала процентные ставки по кредитам для реального сектора снижались вслед за ключевой ставкой Банка России (что безусловно было положительным фактом). Затем, когда она была повышена регулятором (в сентябре и в декабре 2018 г.), рыночные ставки тоже стали расти. В целом они, как и раньше, превышают уровень рентабельности отраслей обрабатывающей промышленности (рис. 7). Этим объясняются низкий спрос на кредиты, стагнация банковского кредитования, а также монетизация экономики в целом, что тормозит экономический рост. Более того, меньшая доступность кредитов для обрабатывающих отраслей промышленности (по сравнению с добывающими) не способствует улучшению структуры экономики.

Реальные ставки кредитования в РФ (рис. 8) по-прежнему заметно выше, чем в других странах, что подрывает конкурентные позиции российских

предприятий на мировом рынке. Более того, высокие ставки ведут к накоплению структурного профицита ликвидности в банковском секторе. Он стал формироваться с 2017 г., в отдельные периоды превышая 4 трлн руб. К началу 2019 г. он составил 2.8 трлн руб., то есть около 3% ВВП (!). Для сравнения: с 2014 г. Фонд развития промышленности выдал реальному сектору экономики кредитов на общую сумму всего 95 млрд руб.

Часто можно услышать, что в стране нет эффективных проектов, и именно поэтому наблюдается низкий спрос на кредиты. Действительно, таких проектов нет при ставке кредита 9% годовых, но при 7% их уже больше, а при 3% – еще больше. Другими словами, возможности поддержки роста даже имеющимися, но неиспользуемыми финансовыми средствами могут быть весьма значительными.

Снижение процентных ставок одинаково облегчает условия функционирования и расширяет возможности бизнеса для стран как с высокой, так и с низкой инфляцией. В целом можно ожидать, что такая мера подстегнет спрос на финансовые ресурсы и уменьшит их избыток в банковском секторе.



Рис. 7. Рентабельность оборотного капитала и ставка по кредитам предприятиям, июнь 2018 г., %

Составлено по: [11].

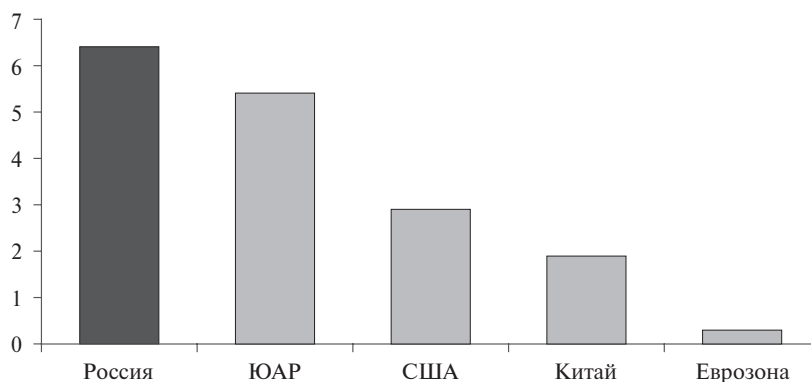


Рис. 8. Реальные процентные ставки для нефинансового сектора в ряде стран, %

При этом Банк России ожидает сохранения профицита ликвидности в ближайшие годы в объеме около 3 трлн руб., что свидетельствует о намерении регулятора изымать деньги из экономики посредством имеющихся у него инструментов — депозитных аукционов и размещения своих облигаций. Другими словами, в ближайшие годы регулятор не планирует налаживать механизмы денежной трансмиссии в реальный сектор, что могло бы увеличить роль внутренних факторов роста экономики.

Проблема локального профицита ликвидности не нова для России. В частности, до 1998 г. наблюдался быстрый рост на рынке ГКО, где сконцентрировался значительный объем финансовых ресурсов, тогда как в реальной экономике их катастрофически не хватало. Широкое распространение получили неплатежи, “живые” деньги заменялись суррогатами и квазиденегми. В результате, показатель монетизации российской экономики

(M2/ВВП) пребывал на одном из самых низких уровней в мире (рис. 9).

Хотя общеэкономическая картина сейчас принципиально отличается от той, которая была в середине 1990-х годов, но в данном конкретном вопросе она выглядит схожей. До сих пор не заработали механизмы денежной трансмиссии, которые обеспечивали бы переток денег из финансовой сферы в реальный сектор.

Отметим, что такая проблема существует и в развитых странах. Так, хотя в странах зоны евро отмечается низкая инфляция, она не выступает стимулом роста экономики. Там приходится использовать дополнительные рычаги, чтобы стимулировать инвестиции в реальную экономику. Например, в 2016 г. ЕЦБ ввел отрицательные ставки по своим длинным механизмам рефинансирования. Коммерческие банки не платят проценты регулятору за взятый у него кредит, а наоборот, он доплачивает им, если они направляют полученные

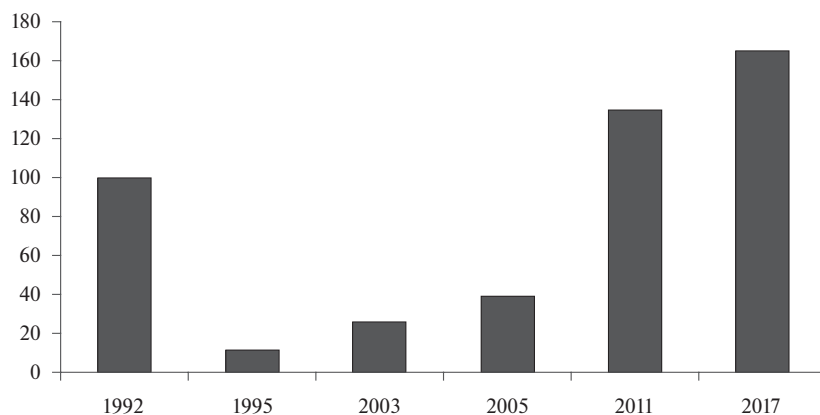


Рис. 9. РФ: динамика показателя монетизации экономики, 1992–2017 гг. (1992 г. = 100%)

Рассчитано по: [13–16].

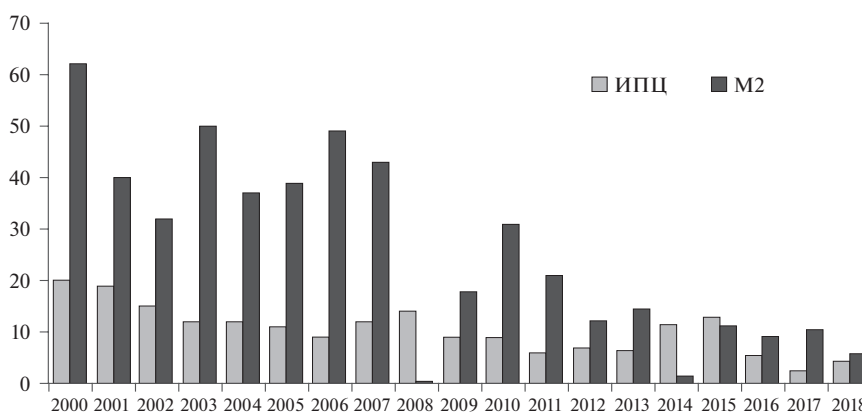


Рис. 10. Прирост денежной массы (M2) и инфляция (ИПЦ), 2000–2018 гг., %¹

¹ 2018 г. – данные за 11 мес.

Составлено по: [5, 10].

ресурсы в определенные сектора экономики. Сходный подход мог бы оказаться эффективным и в РФ.

Также интересен опыт Японии. Несмотря на многолетнюю низкую инфляцию, там потребовались специальные стимулирующие денежно-кредитные и фискальные меры. Согласно МВФ, “либерализация денежно-кредитной политики и бюджетные стимулы позволили Японии добиться впечатляющего оживления экономической активности” [12]. Такая оценка особенно показательна, учитывая, что она исходит от МВФ – ярого противника подобного рода подходов.

Таким образом, самой по себе низкой инфляции недостаточно для оживления экономической активности. Для ее стимулирования требуются дополнительные рычаги государственной политики.

После глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. в западных странах для активизации роста была предпринята масштабная денежная эмиссия. Особое внимание привлекает Швейцария, франк которой традиционно считается “валютным убе-

жищем”. Денежная база франка была существенно повышена (более чем в 7 раз!). Монетизация экономики выросла со 100% в 2005 г. до 145% к 2016 г. Тем не менее инфляция осталась низкой – около 1%.

В США, где программа количественного смягчения была одной из самых масштабных, вливание денег в экономику также не привело к росту инфляции. По нашему мнению, основной причиной стало, в частности, то, что американские банки размещают свою ликвидность на резервных счетах в ФРС, что, по сути, означает ее вывод из экономического оборота. Аналогичная картина отмечается в других странах, в том числе в России, где деньги размещаются в инструментах ЦБ.

ИНФЛЯЦИЯ И МОНЕТИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ

Как показывает накопленный опыт, жесткая монетарная политика, при всей ее необходимости для стабилизации ситуации на определенных эта-

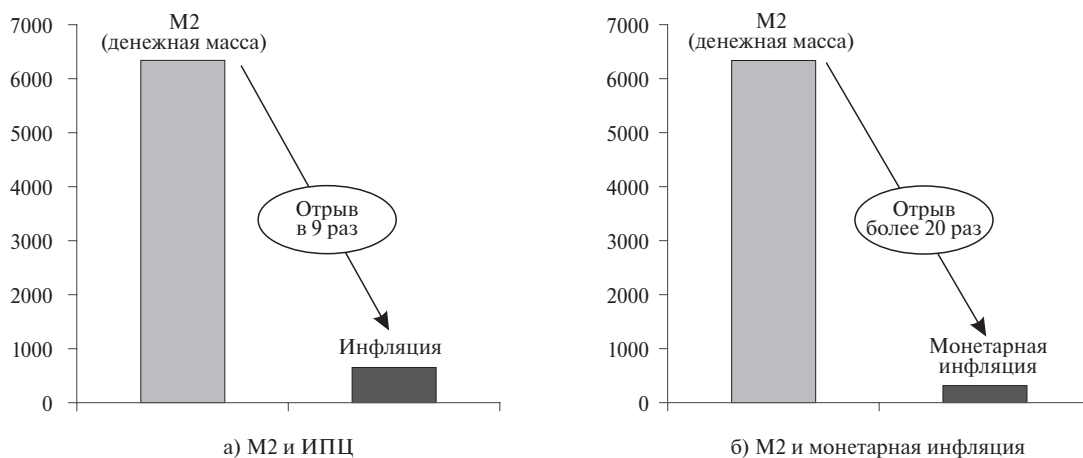


Рис. 11. Суммарный прирост M2 и инфляции в 2000–2018 гг.

Рассчитано по: [5, 10].

пах, имеет деструктивные последствия для экономики. В России в 1990-х годах либерализация цен способствовала тому, что их рост опередил увеличение денежной массы. За период 1992–1998 гг. инфляция и индекс-дефлятор ВВП увеличились примерно в 2400–2500 раз, а денежная масса (M2) – в 280 раз. В результате реальная денежная масса уменьшилась практически в 8 раз, а монетизация экономики – с более чем 80% в начале рыночных реформ до менее 15% к середине 1990-х годов (рис. 9). ВВП также устойчиво сокращался.

Увеличения скорости оборачиваемости денег, которое могло бы компенсировать сжатие денежной массы, не произошло. Более того, денежный оборот даже замедлился из-за частых задержек при осуществлении платежей, переводе средств и т.д. Правда, следует уточнить, что показатель скорости оборота денег имел тогда довольно условное значение, поскольку “живыми” деньгами обеспечивалось всего 20% операций в экономике РФ, а остальные 80% осуществлялись без их участия. Повсеместно применялся бартер, то есть произошла натурализация обмена. Зачастую это было вынужденной мерой. Утверждение, будто предприятия шли на это с целью снижения расходов или налоговых выплат, представляется некорректным. В 2000-е годы, когда экономика стала насыщаться “живыми” деньгами, предприятия сразу перешли на их использование и сократили применение бартера, снизились неплатежи.

Денежный шок 1990-х годов заложил основы для безинфляционного роста ликвидности в течение многих лет. Уже более 10 лет рост денежной массы опережает рост цен (рис. 10), что свидетельствует о сохраняющихся возможностях абсорбировать финансовые ресурсы на безинфляционной основе (максимально такой потенциал присутствовал в 1990-е годы).

За 2000–2018 гг. суммарный прирост денежной массы в РФ многократно превышал прирост суммарной инфляции. При этом с учетом доли немонетарной инфляции в ее общем объеме разрыв между ростом денежной массы (M2) и ростом цен превышает 20 раз (рис. 11). То есть 100%-й рост денежной массы приводил к повышению цен менее чем на 5% (!). Важно учесть, что это устойчивая тенденция последних почти 20 лет, а не одномоментный точечный срез ситуации¹. По понятным причинам этот факт часто игнорируется в экономической литературе. Однако очевидно, что корректное и объективное объяснение наблюдаемой ситуации расширит возможности выработки эффективных подходов к стимулированию экономического роста.

ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ИНФЛЯЦИЯ

Существенным фактором инфляции остается валютный курс рубля. Удорожание и удешевление национальной денежной единицы сильно влияют на внутренние цены, а высокая волатильность ее курса вынуждает участников рынка включать в цены “премию за риск”, что подталкивает их вверх.

Введение режима свободного плавания привело к резкому обесценению рубля, которое началось несколько раньше из-за падения нефтяных цен. При этом масштабы обесценения были более значительными по сравнению с другими странами-экспортерами нефти, причем даже теми, где доля экспорта нефти в ВВП выше российской, что предполагает, что они должны были бы сильнее отреагировать на падение нефтяных цен. Уровень

¹ Исключением стали 2014 и 2015 гг., что связано с провалом курса рубля. По признанию Банка России, “в 2015 г. ключевым фактором инфляции была динамика курса рубля, которая, по оценке, сформировала около 5 п.п. (примерно 40%) прироста потребительских цен за год” [17].

волатильности рубля был одним из самых высоких в мире, что крайне затруднило планирование и реализацию инвестиционных проектов, да и в целом ведение бизнеса.

Согласно Банку России, «устойчивость рубля обеспечивается посредством поддержания **ценовой стабильности**» (*выделено автором*), что названо основной целью денежно-кредитной политики [18]. Падение курса рубля с 45 до почти 70 руб./долл. вызвало только с ноября 2014 г. по январь 2015 г. всплеск инфляции с 8% до 15%.

По мнению руководства ЦБ, до введения санкций и падения цен на нефть поддержка рубля была оправдана [19]. Однако когда произошли оба эти события, подрывающих его стабильность, то вместо того, чтобы своим участием стабилизировать валютный рынок, регулятор решил, напротив, самоустраниться. Такой подход выглядит так же странно, как прекращение врачом лечения больного из-за того, что болезнь обострилась.

Меры по стабилизации положения на валютном рынке, использованные Банком России в 2014 г., — повышение ключевой ставка до 17% и ограничение предоставления банкам рублевой ликвидности — имели двоякий эффект. С одной стороны, сокращение притока рублевой ликвидности на валютный рынок способствовало его стабилизации. С другой, указанные меры одновременно ограничили доступность рублей и для других видов рублевых операций (кредиты, депозиты и т.д.), а кроме того, повысили стоимость финансовых ресурсов, сделав их недоступными для бизнеса. В результате экономический рост замедлился. В октябре 2018 г. почти 30% из опрошенных РСПП предприятий назвали курсовую волатильность в числе трех основных факторов, сдерживающих деятельность компаний [20].

КАК СНИЗИТЬ ВАЛЮТНУЮ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ

Золотовалютные резервы РФ почти в 2 раза превышают денежную базу рубля. Это позволяет регулятору установить уровень курса рубля на том уровне, который целесообразен для достижения целей, стоящих перед экономикой.

Для обеспечения стабильности валютного рынка значительного вмешательства на рынок может и не потребоваться (такие опасения иногда высказываются экспертами). Регулятору важно лишь четко и корректно довести свое понимание до участников рынка и дать сигнал, что выгоднее играть не против регулятора, а вместе с ним. Предсказуемость курсовых рисков приведет к удешевлению финансовых ресурсов и удлинению кредитов для реального сектора.

В этой связи возникает вопрос: какой объем резервов нужно потратить с целью стабилизации курса рубля? Вероятно, весьма мало. Всего один-два выхода регулятора на рынок продемонстрируют его готовность вмешиваться в случае необходимости. И тогда участники рынка перестроятся, действуя в соответствии с ожиданиями регулятора.

Игра против регулятора ведет к убыткам участников рынка. Учитывая имеющиеся у регулятора рычаги (особенно возможность одномоментного выхода на рынок с масштабными ресурсами), они даже при своем желании все равно не смогут переиграть его. Преобладание рынка возможно лишь в случае самоустранения регулятора. Тогда действительно рынок устанавливает курс, который хочет.

Чтобы препятствовать перетоку средств в валютные активы, нужны меры, которые будут стимулировать применение валюты и сделать более привлекательными операции в рублях (такой опыт имеется, например, в Швейцарии и Японии). В первую очередь это предполагает применение более льготных нормативов для операций с рублями — норм резервирования, достаточности капитала и др. Банк России начал предпринимать шаги в данном направлении, но представляется целесообразным действовать масштабнее и активнее.

НОВЫЕ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Проводимая в РФ в настоящее время валютная политика в целом неясна. С одной стороны, ЦБ заявляет о невмешательстве в валютный рынок. С другой, Минфин регулярно осуществляет операции по закупке валюты для пополнения Фонда национального благосостояния, что способствует сохранению заниженного курса рубля. Министр финансов А. Силуанов признает, что если бы не выполнялось бюджетное правило, то доллар стоил бы 50 руб.² [21]. Эксперты ОЭСР и Всемирного банка также считают, что рубль сильно недооценен. Получается, что его нынешний искусственно заниженный курс (относительно того уровня, который мог сформироваться на рынке без вмешательства) регуляторов устраивает, а уровень цен сохранится на сложившемся довольно высоком уровне. Все это и дальше будет ограничивать внутренний спрос и тормозить рост экономики.

Центр стратегических разработок предлагает отказаться от обязательной репатриации в РФ прибыли, получаемой российскими компаниями за рубежом. Такая мера действительно может послужить фактором, препятствующим удорожанию рубля. Однако одновременно снизится глубина внутреннего финансового рынка, что сделает его менее устойчивым. Будет утеряна транспарент-

² При цене нефти 80 долл./барр.

ность внешнеторговых сделок, что затруднит корректную оценку налогооблагаемой базы. Самое главное: возникнет риск замораживания или ареста за рубежом нерепатрированных средств, что особенно актуально в условиях обострения геополитических рисков.

Правительством принято решение о повышении налога на добавленную стоимость с 18% до 20% с 2019 г., что безусловно подтолкнет вверх цены [22]. Причем, если указанная мера приведет к резкому усилению инфляционных ожиданий, ЦБ не исключает повышения ключевой ставки [23]. То есть на экономический рост будут давить не только более высокие налоги, но и процентные ставки.

Уже отмечаются первые признаки дополнительного роста инфляции из-за повышения НДС. На официальном уровне утверждается, что это необходимая мера для исполнения указов Президента. Однако, по заявлению А. Силуанова, повышение НДС обеспечит государственному бюджету дополнительный доход в размере всего 600 млрд руб. в год. При этом дополнительные средства образуются от выполнения бюджетного правила, согласно которому на доходы, полученные при цене нефти выше 40 долл./барр., Минфин покупает валюту и переводит их в суверенный фонд. Также вспомним о структурном профиците ликвидности в банковском сек-

торе, о котором говорилось выше. Таким образом, в российской экономике имеются неиспользуемые ресурсы в объеме почти в 10 раз (!) больше тех, которые получит бюджет от повышения НДС. Если удастся задействовать их, то не возникнет риск торможения экономики и ухудшения качества ее роста, сопутствующего повышению НДС³.

* * *

Зачастую меры, используемые для разрешения отдельных важных проблем, замедляют достижение более общих целей развития национальной экономики, поскольку предпринимаемые различными государственными ведомствами шаги имеют узконаправленный характер. Усилия по поддержанию низкой инфляции должны дополняться масштабными действиями в рамках макроэкономической политики по стимулированию деловой активности. Усиление межведомственной координации обеспечит реализацию всего комплекса мер государственной политики, необходимых для достижения генеральной цели – не просто ускорения роста российской экономики, а улучшения его качества в условиях низкой инфляции.

³ От повышения НДС в наибольшей мере страдают отрасли с высокой степенью переработки (добавленной стоимости), что ухудшает качество роста экономики в целом.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. *Послание Президента РФ Путина В.В. Федеральному Собранию*. 1 марта 2018 г. [President V.V. Putin's address to the Federal Assembly of Russia. March 1, 2018 (In Russ.)] Available at: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/56957> (accessed 01.02.2019).
2. Кузнецов А.В., отв. ред. *Регулирование инфляции в условиях социально-экономических дисбалансов*. Москва, ИМЭМО РАН, 2017. 328 с. [Kuznetsov A.V., ed. *Regulirovanie inflyatsii v usloviyakh sotsial'no-ekonomicheskikh disbalansov* [Governing inflation under economic and social disparities]. Moscow, ИМЭМО, 2017. 328 p.] DOI: 10.20542/978-5-9535-0522-2
3. Шахнович Р.М. *Инфляция и антиинфляционная политика в переходной экономике*. Москва, Либроком, 2014. 392 с. [Shahnovich R.M. *Inflyatsiya i antiinflyatsionnaya politika v perekhodnoi ekonomike* [Inflation and anti-inflation policy in a transitional economy]. Moscow, Librokom, 2014. 392 p.]
4. *Росстат*. [Federal State Statistic Service (In Russ.)] Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/# (accessed 01.02.2019).
5. *Росстат*. [Federal State Statistic Service (In Russ.)] Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/tariffs/# (accessed 01.02.2019).
6. *Банк России. Инфляционные ожидания и потребительские настроения*. Январь 2019. [Bank of Russia. Inflation expectations and consumer sentiments. January 2019 (In Russ.)] Available at: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/14257/Infl_exp_19-01.pdf (accessed 01.02.2019).
7. *Росстат*. [Federal State Statistic Service (In Russ.)] Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/# (accessed 01.02.2019).
8. *О чем говорят тренды*. Москва, Банк России, ноябрь 2018. 23 с. [Talking Trends (In Russ.)] Moscow, Bank of Russia, November 2018. 23 p.]
9. *Банк России*. [Bank of Russia (In Russ.)] Available at: http://www.cbr.ru/DKP/instruments_dkp/interest_rates/#a_35860file (accessed 01.02.2019).
10. *Банк России*. [Bank of Russia (In Russ.)] Available at: <http://www.cbr.ru/statistics/? PrtId=ms&pid=dkfs&sid=dm> (accessed 01.02.2019).
11. Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования. *Тринадцать тезисов об экономике*. Выпуск 6. 21.10.2018. [Center for Macroeconomic Analysis and Short-term Forecasting. Thirteen thesis on economics. Is. 6. 21.10.2018 (In Russ.)] Available at: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Mon_13/2018/oct2018.pdf (accessed 01.02.2019).

12. *IMF Survey: Global Growth Patterns Shifting*. Washington, IMF, October 2013. Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sonew100813a>
13. *Российский статистический ежегодник 1998*. Москва, Госкомстат России, 1999. 816 с. [Russian Statistical Yearbook 1998. Moscow, Goskomstat Rossii, 1999. 816 p.]
14. *Россия в цифрах 1997*. Москва, Госкомстат России, 1998. 500 с. [Russia in Figures 1997. Moscow, Goskomstat Rossii, 1998. 500 p. (In Russ.)]
15. *Россия в цифрах 1998*. Москва, Госкомстат России, 1999. 429 с. [Russia in figures 1998. Moscow, Goskomstat Rossii, 1999. 429 p. (In Russ.)]
16. *Россия в цифрах 1999*. Москва, Госкомстат России, 2000. 800 с. [Russia in Figures 1999. Moscow, Goskomstat Rossii, 2000. 800 p. (In Russ.)]
17. *Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике ЦБ РФ*. Март 2016 г. Москва. 20 с. [Bank of Russia. Monetary Policy Report. Moscow, March 2016. 20 p. (In Russ.)]
18. *Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов*. Москва, Банк России, 2015. 3 с. [The main directions of the single monetary policy for 2016 and the period of 2017 and 2018. Moscow, Bank of Russia, 2015. 3 p. (In Russ.)]
19. *Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе РФ. 16.06.2015* [Speech of the Governor of the Bank of Russia in the State Duma of the Russian Federation. June 16, 2015 (In Russ.)] Available at: http://www.cbr.ru/press/st/press_centre/nabiullina_16062015/ (accessed 20.06.2015).
20. РСПП. *Состояние российской экономики и деятельность компаний – октябрь 2018 года*. [RSPP. Condition of the Russian Economy and enterprises' activity (In Russ.)] Available at: <http://www.rspp.ru/library/view/200?s=10> (accessed 01.02.2019).
21. Силуанов рассказал, сколько бы стоил доллар, если бы не бюджетное правило. *РИА-Новости*, 20.06.2018. [Siluanov told what the Ruble exchange rate would be if there was no "budget rule". *RIA-Novosti*, 20.06.2018. (In Russ.)] Available at: <https://ria.ru/economy/20180620/1523049836.html> (accessed 01.02.2019).
22. *Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике*. № 2. Июнь 2018. 2 с. [Bank of Russia. Monetary policy report. No. 2. Moscow, June 2018. 2 p. (In Russ.)]
23. ЦБ временно заблокировал снижение ключевой ставки. *РИА-Новости*, 15.06.2018. [Bank of Russia temporarily blocked the decrease of the key rate. *RIA-Novosti*, 15.06.2018 (In Russ.)] Available at: <https://ria.ru/economy/20180615/1522831416.html> (accessed 01.02.2019).

RUSSIAN ECONOMIC PROSPECTS WITH LOW INFLATION

(World Economy and International Relations, 2019, vol. 63, no. 8, pp. 29–38)

Received 15.02.2019.

Mikhail V. ERSHOV (mvershov@fa.ru),

Financial University under the Government of the Russian Federation, 49, Leningradskii Prosp., Moscow, 125993, Russian Federation.

Inflation in Russia has reached its lowest historical level in 2017, but the economy is still growing slowly. International experience shows that low inflation does not always result in economic upturn, it should be supported by a more encouraging monetary policy. In Russia however monetary policy is still strict. High interest rates and free float regime of the Ruble set in 2014 led to significant growth of CPI (in the first place) in 2014–2017, decrease of real disposable income of households, decrease of domestic demand, hampered investment and slowed economic growth. But this time Russian economy seems to have ample resources and potential to stimulate economic growth (i.e. surplus of liquidity according to recent estimates reaches 3 Trillion Ruble or 3% GDP, which needs to be channeled to economy thus making transmission mechanisms important). The reduction of key interest rates in 2015 and later despite the expectations had not caused the growth of inflation. However, Russian economy has capacity to absorb significant amount of money without the growth of prices. Since 2000, the growth of money supply significantly outpaced the prices' rise. Such potential was created in the Russian economy in 1990s, when monetization level (M2/GDP) has fallen to the level below 15%. It's highly important for business to make the Ruble more predictable and stable. In Russia, it is crucial to take advantage of potential of low prices to secure a sustainable economic growth. However the latest measures such as VAT growth though expanding the income of budget at the same time may lead to price-rise and interest rate increase thus hampering the economic growth. Which makes concerted policy approaches in all economic spheres – economic, monetary, budgetary – even more important.

Keywords: inflation, interest rate, exchange rate, economic monetization, economic growth, gross domestic product, monetary policy.

About author:

Mikhail V. ERSHOV, Dr. Sci. (Econ.), Professor.

DOI: 10.20542/0131-2227-2019-63-8-29-38