

МОНЕТАРНАЯ ВЛАСТЬ В ПОИСКАХ ОСТОРОЖНЫХ КОМПРОМИССОВ

ТРОФИМОВ Г.Ю., ГЛАВНЫЙ ЭКОНОМИСТ

В январе Совет директоров Банка России оставил без изменения ставку рефинансирования на уровне 8.25% после предыдущего повышения на 0.25%, произошедшего в сентябре 2012 г. в связи с ростом цен на продовольственные товары. Тем самым ЦБР в очередной раз продемонстрировал приверженность консервативной политике, доминирующей последние два года из-за резкого усиления с конца 2010 г. инфляционных тенденций. До сих пор их так и не удалось элиминировать: инфляционный итог прошедшего года 6.6% нельзя считать удачей по сравнению с позапрошлогодним рекордно низким показателем 6.1%.

Монетарная власть вынуждена сохранять осторожность из-за усиления внешних инфляционных рисков. Очередное количественное смягчение, проводимое монетарными властями США и Европы, влечет дополнительную угрозу импорта инфляции по двум каналам: через цены энергоресурсов, продовольствия и сырья и через притоки спекулятивного капитала. Хотя вполне возможно, что влияние последних на действия российской монетарной власти окажется менее значимым благодаря последовательной реализации гибкой курсовой политики, которую предполагается трансформировать (в течение трех лет) в режим плавающего курса.

Помимо этого у руководства Банка России есть веские основания опасаться внутренних немонетарных факторов инфляции. Наиболее значимый негативный вклад по итогам прошлого года был внесен плохой урожайностью зерновых и других продуктов растениеводства в России (до 40% ценового роста по кормовым культурам). Пересмотр регулируемых тарифов на 10-15% был в прошлом году отложен по политическим мотивам, но, очевидно, в полной мере скажется на росте потребительских цен в году текущем.

Сохранение умеренного консерватизма монетарной политики диктуется также стратегическим выбором приоритетов и целевых ориентиров. Монетарной властью было твердо заявлено о снижении инфляции до 4-5% в 2014-15 гг. и переходе в дальнейшем к режиму инфляционного таргетирования. Эта задача является для руководства ЦБР первостепенной, что оправдывает адаптивный характер действий в зависимости от фактической динамики инфляции, по крайней мере, при отсутствии внешних шоковых воздействий. Банку России необходимо выйти в этом году на уровень годовой инфляции хотя бы не выше 6%-ной планки, заявленной в качестве цели еще год тому назад. Решения о пересмотре базовой ставки будут зависеть, в первую очередь, от инфляционной динамики в первом квартале. Смягчение денежной политики может произойти не ранее второго квартала и только в случае явного улучшения данных по инфляции по сравнению с прошлогодними ежемесячными показателями.

Смягчение политики также возможно из-за дальнейшего падения темпов роста денежной массы. Снижение в 2011 г. показателя прироста агрегата M2 с устойчивого годового уровня около 30% до вполне приемлемого значения 21% неожиданно обернулось обвалом этого темпа до 12% в прошлом году. Резкая понижательная динамика денежного агрегата обусловлена, в первую очередь, снижением кредитного мультипликатора. Как представляется, продолжение этой опасной тенденции маловероятно, но, в крайнем случае, Банк России будет вынужден принять радикальные меры по рефинансированию банковской системы и

снижению волатильности ставок денежного рынка. Сигналом готовности к гибкому управлению ликвидностью стало значительное расширение перечня допускаемых залоговых инструментов.

В какой-то мере фактором неопределенности политики является на данный момент предстоящая смена главы ЦБР. Возможные кандидатуры олицетворяют различные подходы к реализации принятой стратегии, но вряд ли – радикальные сдвиги в политике. Независимо от итогов кадровых перестановок российская монетарная власть будет вынуждена по-прежнему искать компромиссные решения, сохраняя определенную степень осторожности. Потеря контроля над инфляцией, к которому она медленно и мучительно шла все последние годы, станет гораздо большим поражением, чем краткосрочное снижение темпов ВВП, которое можно будет вменить в вину многим обстоятельствам. Хотя, по большому счету, ответственность за спад инвестиционной активности из-за стагнации реального кредитования останется все же за Банком России.

Трофимов Г.Ю.