

Экспертное заключение
на Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики
на 2024 год и период 2025 и 2026 годов

1. В “Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов” (далее - Основные направления) сформулированы принципы монетарной политики, которых будет придерживаться Банк России в предстоящий период.

- По нашему мнению, сохранение неизменным значения цели по инфляции (4%) является обоснованным (стр. 10 Основных направлений). Вопрос снижения цели по инфляции станет актуальным не ранее, чем через 2-3 года.
- Формулировка “вблизи” также представляется обоснованной и интуитивно понятной. При этом возможно было бы задавать цель как интервал, например, от 3,5% до 4,5%. В научной литературе есть свидетельства, что такое представление, вероятно, дает более точный сигнал для оценок доверительных интервалов профессиональными аналитиками и соответствующего “заякоривания ожиданий”.
- Несмотря на дискуссии последнего времени о необходимости обеспечить влияние Банка России на обменный курс рубля, обоснованным также представляется фокус денежно-кредитной политики исключительно на цели по инфляции. Действительно, в научной литературе высказываются аргументы в пользу смешанного таргетирования, при котором взвешиваются две цели денежно-кредитной политики - по инфляции и по валютному курсу. Однако в нынешних условиях, когда Банк России фактически лишен инструментов эффективного воздействия на обменный курс (особенно по отношению к основным резервным валютам), смешанное таргетирование способно дезориентировать широкую публику и привести к дополнительному инфляционному смещению, что нежелательно в условиях необходимости укрепления репутации Банка России как института, таргетирующего инфляцию.

2. В Основных направлениях уделяется особое внимание ожиданиям экономических агентов. Это представляется необходимым в связи с тем, что результативность мер денежно-кредитной политики критически зависит от ожиданий профессиональных прогнозистов, бизнеса и населения.

- Рассматриваемые прогнозные сценарии макроэкономического развития (стр. 55-77) представляются в целом логичными и обоснованными, но можно заметить, что ряд показателей, в частности, динамика ВВП Китая, практически не меняются от сценария к сценарию.
- Для реализации денежно-кредитной политики важно, что инфляционные ожидания профессиональных аналитиков уже являются заякоренными. В Основных направлениях видно, что Банк России готов проводить политику, способствующую закреплению такой заякоренности.

- Напротив, инфляционные ожидания населения закоренными не являются. Банк России ссылается на адаптивный характер формирования ожиданий реального сектора даже в странах с продолжительным успешным опытом поддержания ценовой стабильности и отмечает, что данный феномен не является препятствием для реализации политики инфляционного таргетирования (стр. 35). Однако ожидания населения характеризуются не только адаптивностью, но и постоянной смещенностью вверх относительно фактических значений примерно на 5 процентных пунктов как наблюдаемой населением инфляции, так и ожидаемой населением инфляции (аналогичная ситуация наблюдается и в странах с продолжительным успешным опытом поддержания ценовой стабильности). Таким образом, возникает противоречие между установкой на достижение “комфортного” для населения уровня инфляции в 4% с одной стороны и устойчивым завышенным восприятием инфляции. Как известно, при принятии финансовых решений домохозяйства часто подвержены “денежной иллюзии”, рассуждая в терминах номинальных, а не реальных величин. По нашему мнению, следовало бы внести больше ясности относительно природы инфляционных ожиданий населения и бизнеса, а также значимости их ожиданий для результатов мер денежно-кредитной политики.

3. К сожалению, в настоящее время качество взаимодействия денежно-кредитной и других видов политик (стр. 22-29) в российских условиях оставляет желать лучшего. Заявления чиновников различных ведомств (в частности, в отношении валютной политики или капитальных ограничений) по-прежнему не звучат в унисон, что дезориентирует рынки и препятствует нормальной реализации монетарной политики.

- Описанная в Основных направлениях в целом верная реакция денежно-кредитной политики на фискальный импульс (стр. 26-27) в силу неизбежной неравномерности последнего во времени может приводить к чрезмерно рестрикционному краткосрочному воздействию на экономику. Необходимо повысить степень координации действий Минфина и Банка России (разумеется, при условии неуклонного соблюдения принципа независимости центрального банка). Другими словами, резкое ужесточение денежно-кредитной политики (как во второй половине лета - в начале осени 2023 года) целесообразно сопровождать небольшим по объему фискальным смягчением, а не параллельной рестрикцией.
- Хотя бюджетные правила, несомненно, могут играть позитивную роль для стабилизации рыночных ожиданий, вызывает серьезные сомнения благотворность использовавшегося ранее их типа для российской экономики на нынешней стадии ее развития. Несмотря на утверждение (стр. 27), применение данного типа бюджетного правила для снижения колебаний реального эффективного курса в результате изменений конъюнктуры сырьевого рынка сейчас малоэффективно, на что сам Банк России косвенно указывает при описании искажений своего трансмиссионного механизма (стр. 103-104). Отсутствие вариантов возможности безопасного и ликвидного рыночного сбережения углеводородных сверхдоходов и потенциальная дестабилизация недостаточно глубокого валютного рынка в результате скупки иностранной

валюты (в данном случае - китайского юаня) подрывают нормальную работу текущего бюджетного правила, что в идеале требует корректировки его конструкции (например, от “сбережения” в направлении приоритетного ограничения дефицита бюджета в условиях объективно высоких реальных ставок процента и дорогих заимствований).

4. В свете заметного ужесточения монетарных условий в российской экономике становится нетерпимым хроническое отставание, несмотря на декларации регулятора, развития небанковских институтов и финансовых рынков, которые могут реально способствовать структурной трансформации с помощью некредитных механизмов. Однако Банк России по-прежнему видит в качестве приоритетной кредитную поддержку такой трансформации (стр. 25, третий абзац). В условиях ухода с российского рынка нерезидентов, снижения роли институциональных инвесторов и вызванного данными обстоятельствами утраты рыночной ликвидности также не могут не вызывать озабоченность намерения Банка России резко повысить имущественный барьер при установлении статуса “квалифицированных” розничных инвесторов