

Качество трансмиссии – условие приближения к таргету

более чем двукратное отличие от номинальной нейтральной ставки (как случилось после решения 16.12.2014 о повышении ключевой ставки до 17%) ведет к замедлению выхода к цели с лагом возврата на траекторию сближения с таргетом до 6–8 кварталов (вторая половина 2017 г.);

при отсутствии четкого понимания баланса рисков (преобладания проинфляционных либо дезинфляционных, что характерно для 2020–2021 гг.) курс, взятый на циклическое изменение ставки, чреват искажением модели потребительского спроса и усугублением инфляции со стороны издержек. Если в условиях движения к нейтральности «с учетом ожиданий будущих действий Банка России» процентные ставки по депозитам и кредитам снижаются быстрее, чем ключевая ставка (15.09.2017), то с 27.07.2020 по 21.03.2021 сигнал, отыгранный статистикой с полугодовым лагом, был рассчитан из преваширования дезинфляционных рисков и влиял определенно негативно, отнюдь не стимулируя рост банковских сбережений – ощутимый зафиксированный статистикой регулятора приток средств на срочные вклады произошел в августе 2021 г. впервые с начала 2020 г. И потребительский спрос не гасился последовательно, «подогреваясь» действием косвенных административных барьеров в виде налогообложения доходов по вкладам физических лиц от суммы свыше 1 млн руб.;

при значительных (либо кратных одномоментных) изменениях ключевой ставки (выше 100 б. п., как, например, 28.02.2022) эффект переноса в кредиты экономике, сдерживающий инвестиционный спрос и «обгоняющий» среднеотраслевые показатели рентабельности, выражен сильнее, чем «запускаемый» регулятором импульс компенсации возросших инфляционных рисков и защиты сбережений во вкладах (даже при предваряющем решения цикле роста ставок)

Стремление к нейтральности: нащупывание уровня «близости к потенциалу» – через усиление вторичных проинфляционных факторов (2016–2021 гг.)

ориентир ДКП в виде уровня нейтральной процентной ставки, весьма условно определяемой эмпирически, при котором экономика устойчиво может находиться в состоянии полной занятости, выпуск равен потенциальному и инфляция стабильно поддерживается на целевом уровне, ограничен действием многих неустраняемых факторов и «зашумленностью» [7], а также трудностями измерения и оценки стабильности, что регулятор признает даже в отношении «экономик с гораздо более долгой историей режима таргетирования инфляции». Возможное рациональное объяснение заключается в том, что рассуждать об уровне нейтральности в контексте двузначных ставок, соответствующих потенциалу экономики, по меньшей мере некорректно

Увеличение фискальной нагрузки для экономики – неоспоримый фактор влияния на степень мягкости ДКП

увеличение НДС (с 01.01.2019) вынудило регулятора повысить прогноз погодовой инфляции в 2019 г. до 5–5,5% (14.09.2018), а динамике цен вменило оцененное неисчерпание эффекта переноса воздействия этого обстоятельства вплоть до первой половины 2020 г. Минэкономразвития РФ в докладе о состоянии российской экономики от 26.08.2019 [8] критически высказалось по данному поводу: «изменения в бюджетной политике не только не были компенсированы в денежно-кредитной политике, более того, ее изменение усилило негативный эффект на совокупный спрос», что в свою очередь спровоцировало ухудшение динамики инвестиций в основной капитал

Денежная программа стерилизации структурного профицита ликвидности, основанная на формуле «изъять скорее предоставить»

еще до пандемии (14.06.2019) регулятор заявил, что разворачивание национальных проектов «сможет краткосрочно привести к повышению темпов экономического роста, но не приведет к повышению потенциала экономики, к устойчивому экономическому росту», поскольку условия для этого складываются благодаря «низкой стабильной инфляции, предсказуемым условиям игры». Анализ денежных агрегатов показывает, как на ближайшие три года монетарные власти продолжат наращивать изъятие денег из экономики с нынешних 29,4 трлн руб. до 36–37 трлн руб. в 2023–2024 гг. (в оценке по чистым внутренним активам, включающим кредит банковскому сектору и расширенному правительству). Совокупный размер остатков на корреспондентских счетах и в депозитах Банка России за 2016–2021 гг. вырос в два раза (до 4,3 трлн руб.). За этот же период объем требований по операциям рефинансирования сжался в 12 раз, а ликвидность теперь особенно нуждается в абсорбировании. Просматривается контраст с ситуацией выхода из структурного дефицита ликвидности, на который регулятор (в 2016–2017 гг.) реагировал «мягкими» реальными ставками предложения на цели восстановительного роста капиталовложений;

в числе наиболее существенных причин возникновения действующего профицита ликвидности исследователями называются: изменения налогового законодательства, повышающие нагрузку на бизнес; снижение доверия к банковской системе, в частности вызванное активным отзывом банковских лицензий и т. д. [9];

состояние устойчивого структурного профицита ликвидности при жесткости ДКП на уровне около двузначной номинальной ставки (даже до реакции на новую санкционную повестку от 28.02.2022) противоречит задаче инвестиционной модели экономики на базе эффективной трансформации сбережений в инвестиционные проекты для малого бизнеса и масштабные социальные инициативы в сфере развития человеческого капитала

«Влияние валютного курса на инфляцию как таковое никогда не будет исчерпано, валютный канал существует» (из пресс-конференции от 07.02.2020)

несмотря на большинство оптимистичных заявлений об ослаблении переноса изменения курса в ценовую динамику, звучавших в течение 2017–2019 гг., в плане «устойчивость рубля есть стабильно низкая инфляция», регулятор в пресс-релизах зачастую допускает мысли про «аналогичие эффектов переноса», «протяженность» их во времени (вплоть до 9–12 месяцев – из заявлений в октябре 2020 г.), адаптацию и «привычку» населения и предприятий к плавающему курсу, спекулятивное поведение, которое «может иногда приводить к потерям»