

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2220-6469-2024-18-1-6-17
УДК 336.02,336.7(045)
JEL G17

К вопросу о координации целей и инструментов финансовой и денежно-кредитной политики

А.Г. Силуанов

Финансовый университет, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Актуальность вопроса взаимовлияния целей и инструментов финансовой и денежно-кредитной политики возрастает в периоды экономической нестабильности. Внешние и внутренние макроэкономические шоки способны подорвать финансовую устойчивость государства, оказать негативное влияние как на ценовую, так и на финансовую стабильность. В этой связи возникает необходимость корректировки финансовой и денежно-кредитной политики на основе согласования инструментария финансового и монетарного регулирования. Целью данной работы является развитие теоретико-методологических и прикладных основ координации целей и инструментов денежно-кредитной и финансовой политики. В конце статьи приводятся результаты, полученные в ходе исследования.

Ключевые слова: финансовая политика; финансовая стабильность; денежно-кредитная политика; ценовая стабильность; инструментарий финансового и монетарного регулирования

Для цитирования: Силуанов А.Г. К вопросу о координации целей и инструментов финансовой и денежно-кредитной политики. *Мир новой экономики*. 2024;18(1):6-17. DOI: 10.26794/2220-6469-2024-18-1-6-17

ORIGINAL PAPER

On the Issue of Coordinating the Objectives and Instruments of Financial and Monetary Policies

A.G. Siluanov

Financial University, Moscow, Russia

ABSTRACT

The relevance of the issue of mutual influence of the goals and instruments of financial and monetary policy increases during periods of economic instability. External and internal macroeconomic shocks can undermine the financial stability of the state and have a negative impact on both price and financial stability. In this regard, there is a need to adjust both financial and monetary policies based on harmonization of the instruments of financial and monetary regulation. The purpose of this study is to develop the theoretical, methodological and applied foundations for coordinating the goals and instruments of monetary and financial policies. The article concludes with the results obtained in the course of the research.

Keywords: financial policy; financial stability; money-credit policy; price stability; tools for financial and monetary regulation

For citation: Siluanov A.G. On the issue of coordinating the objectives and instruments of financial and monetary policies. *The World of New Economy*. 2024;18(1):6-17. DOI: 10.26794/2220-6469-2024-18-1-6-17



ВВЕДЕНИЕ

Вопросы эффективности и результативности финансовой политики государства, оптимизации ее целей, методов, инструментов не теряют актуальности и исследуются учеными независимо от фазы экономического цикла, но особую значимость они приобретают в периоды экономических кризисов и макроэкономической нестабильности. Внешние и внутренние макроэкономические шоки способны подорвать финансовую устойчивость государства, оказать негативное влияние на ценовую и финансовую стабильность. Отсюда возникает необходимость разработки и реализации грамотной финансовой политики в координации с денежно-кредитной, реализуемой монетарным регулятором.

Под государственной финансовой политикой традиционно понимают совместную деятельность органов власти и финансового регулятора, направленную на обеспечение стабильности функционирования финансового рынка и его отдельных секторов, поддержание устойчивости всей финансовой системы страны. Денежно-кредитная политика, в свою очередь, в большинстве стран мира нацелена на ценовую стабильность и реализуется центральными банками, которые, с одной стороны, обладают статусом определенной независимости от государства, но, с другой — осуществляют монетарное регулирование экономических процессов в согласовании с органами законодательной и исполнительной власти. Результаты реализации денежно-кредитной политики за последние десять лет свидетельствуют о том, что она призвана обеспечивать ценовую стабильность в сочетании с решением проблем финансовой стабильности, занятости населения, надежности платежной системы, экономического роста. Поэтому возникают теоретические и практические вопросы налаживания взаимосвязи финансовой и ценовой стабильности, необходимости взаимодействия правительств и центральных банков; проблемы «перекрестного» влияния инструментов и целей финансовой и денежно-кредитной политики.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Проблеме взаимосвязи финансовой и денежно-кредитной политики посвящено значительное количество научных трудов российских и зарубежных авторов. Условно перечень работ можно разделить на три группы.

Ученые первой группы провели исследования влияния финансовой политики государства и финансовой стабильности на условия и результаты реализации денежно-кредитной политики монетарного регулятора. Например, Юэли Сюй и др. описывают влияние финансового развития как результат финансовой политики на эффективность денежно-кредитной политики в развивающихся странах [1]. Исследования показывают, что финансовое развитие Китая усиливает трансмиссионный эффект денежно-кредитной политики в целом. Вирал В. Ачарья и др. приходят к аналогичным выводам и доказывают, что отсутствие финансовой стабильности снижает эффективность каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики [2].

Тран Тхи Ким Оан и др. рассматривают влияние доступности финансовых услуг на финансовую и ценовую стабильность в странах с разным уровнем благосостояния населения [3]. Авторы доказывают, что в странах с низким уровнем благосостояния доступность финансовых услуг повышает финансовую стабильность и снижает инфляцию. А там, где уровень благосостояния высокий, доступность финансовых услуг увеличивает финансовую нестабильность, что приводит к долгосрочной инфляции.

В исследовании Сяо-Линь Ли др. изучаются циклические особенности и динамические вторичные эффекты взаимосвязи между циклами денежно-кредитной политики и финансовыми циклами в Китае в 1998–2018 гг. [4]. Авторы утверждают, что пять циклов демонстрируют сильную синхронность с точки зрения реакции на шоковые события. Результаты исследования подтверждают важность анализа финансового цикла при принятии решений по денежно-кредитной политике.

Мартин Тобал и Лоренцо Менна доказывают, что финансовая нестабильность приводит к росту инфляции, а денежно-кредитная политика сталкивается с необходимостью поиска компромисса при принятии решений по ключевой ставке для обеспечения не только ценовой, но и финансовой стабильности в странах с формирующейся рыночной экономикой [5].

М.В. Ершов и др. описывают влияние государственной финансовой политики на условия реализации денежно-кредитной политики [6]. На примере развитых и развивающихся стран авторы акцентируют внимание на негласной роли моне-

тарного регулятора как кредитора правительства в кризисный период, что неоднозначно влияет на достижение центральными банками ценовой стабильности.

М.А. Абрамова и др. также исследуют влияние финансовой политики государства на денежно-кредитную политику монетарного регулятора [7]. Ученые отмечают позитивное воздействие мер по обеспечению устойчивости финансовой системы в условиях внешних шоков на ценовую стабильность в контексте их сдерживающего влияния на девальвацию валютного курса и волатильность индексов фондового рынка.

Авторы второй группы провели исследования влияния денежно-кредитной политики на финансовую стабильность государства, которая рассматривается ими как основная цель финансовой политики. Хао Ван и др. на примере данных по Китаю доказывают, что денежно-кредитная политика может способствовать финансовой стабильности в посткризисный период, особенно в краткосрочной перспективе [8]. Ученые Асвати Р. Наир и Б. Ананд также изучают возможность использования денежно-кредитной политики в качестве инструмента для достижения финансовой стабильности [9]. Результаты их работы показывают, что таргетирование цен на активы как альтернатива популярному режиму инфляционного таргетирования может стать одним из эффективных способов сдерживания финансовой нестабильности и последующих экономических спадов.

Исследователи также пишут о коммуникационных эффектах воздействия денежно-кредитной политики на финансовую систему. Конор Парле в своем исследовании оценивает непосредственное влияние коммуникации ЕЦБ в рамках пресс-конференций на финансовый рынок [10]. Автор утверждает, что участники рынка воспринимают информацию с пресс-конференций как новости о будущем состоянии экономики, а не только — об изменении процентных ставок. Франциска Коллингро и Майкл Френкель обнаружили, что участники финансового рынка сильнее реагируют на коммуникационные сигналы денежно-кредитной политики в период восстановления после финансового кризиса [11].

Сяоюнь Вэй и Лиан Хан отмечают, что нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики намного более эффективны в части влияния на фондовый и валютный рынки [12]. Авторы приходят к выводу, что, если денежно-кредитная

политика направлена на стимулирование финансовых рынков, то для достижения желаемого эффекта может потребоваться более жесткая ее координация с другими направлениями макроэкономической политики, в первую очередь с налогово-бюджетной политикой.

К.В. Криничанский и Н.Е. Анненская исследуют влияние ценовой стабильности как главной целевой установки денежно-кредитной политики на финансовое развитие государства [13]. Ученые доказывают, что колебания уровня цен в экономике влияют на появление новых инструментов финансового рынка, т.е. стимулируют финансовое развитие.

Авторы третьей группы посвящают исследования вопросам нейтральности финансовых систем развивающихся стран по отношению к денежно-кредитной и финансовой политике развитых стран. Аймит Лакдавала проводит оценку влияния денежно-кредитной политики США на развивающиеся рынки на примере Индии и утверждает о достаточно высокой степени такого влияния [14]. Исследователь подчеркивает, что монетарные шоки ФРС США передаются через канал неопределенности, воздействуя на рыночную стоимость акций. При этом более высокая чувствительность совокупного отклика одинакова для всего фондового рынка и не обусловлена повышенной зависимостью какого-либо конкретного сегмента от денежно-кредитной политики США.

Георгиос Георгиадис и Мартина Янчокова приходят к аналогичным выводам о том, что денежно-кредитная политика ФРС США и ЕЦБ влияет на финансовые условия в небольших странах с открытой экономикой посредством глобального и регионального финансовых каналов [15]. В продолжение данной темы Георгиос Георгиадис и Фэн Чжу изучили проблему взаимосвязи денежно-кредитной политики и открытости финансовой системы в контексте влияния шоков валютного курса на финансовые рынки и монетарные решения регуляторов [16]. Авторы говорят о значимости режима плавающего валютного курса для обеспечения независимости финансовой системы государства от денежно-кредитной политики других стран.

Представляется интересным исследование Донгвон Ли, который доказывает, что развивающиеся рынки могут сохранять денежную автономию в условиях нестабильности мирового финансового рынка, в то время как страны с развитой

экономикой имеют ограниченную автономию из-за тесной финансовой интеграции в последние десятилетия [17].

Таким образом, обзор литературы по исследуемой проблеме позволяет заключить следующее:

- финансовая и ценовая стабильность взаимосвязаны: нельзя обеспечить финансовую стабильность без ценовой, и наоборот;
- денежно-кредитная политика формирует условия для достижения и поддержания финансовой стабильности;
- инструменты финансовой политики оказывают влияние на ценовую стабильность, в первую очередь посредством воздействия на немонетарные факторы инфляции;
- финансовая и ценовая стабильность в развивающихся странах зависит от денежно-кредитной и финансовой политики США и стран Еврозоны;
- дезинтеграция глобальной финансовой системы приводит к снижению зависимости финансовой и ценовой стабильности в странах мира от денежно-кредитной и финансовой политики США и государств Еврозоны.

ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ ЦЕНОВОЙ И ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ В РОССИИ В КОНТЕКСТЕ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Ценовая стабильность с позиции Банка России означает ситуацию, когда годовые темпы прироста индекса потребительских цен находятся вблизи целевого значения (таргета) в 4%¹. Ссылаясь на данную цель монетарного регулятора, исследователи предлагают оценивать эффективность денежно-кредитной политики на основе расчета процентного отклонения фактической инфляции от целевого значения [18]. С одной стороны, данная методика имеет некоторые недостатки: не учитывает временной лаг между решением регулятора по ключевой ставке и реакцией на это реальной экономики; не принимает во внимание иные монетарные цели Банка России. С другой стороны, предложенный авторами количественный параметр может использоваться не только для измерения ценовой стабильности в стране (при низком уровне инфляции), но и служить индикатором оценки степени достижения цели монетарного регулятора в рамках режима инфляционного таргетирования.

Для исследования взаимосвязи ценовой и финансовой стабильности воспользуемся предложенным учеными индексом [18]:

$$I_{\text{цс}} = 1 - 2 \sqrt{\frac{i_{\text{факт}} - i_{\text{цель}}}{\max(i_{\text{цель}}; \beta)}}, \quad (1)$$

где $I_{\text{цс}}$ — индекс ценовой стабильности; $i_{\text{факт}}$ — фактическое значение годовой инфляции; $i_{\text{цель}}$ — целевое значение годовой инфляции; β — минимальное значение целевой годовой инфляции, определяемое точностью измерения.

В формуле (1) учитывается процент отклонения фактической инфляции от целевого значения. При этом данное отклонение может быть как положительным, так и отрицательным. Заметим, что слишком низкий уровень инфляции, а также дефляция являются дестимулирующими факторами развития экономики, следовательно, отрицательные отклонения от цели также могут быть оценены как снижение ценовой стабильности.

Данный подход, основанный на расчете отклонения фактических значений от целевых, применим и к расчету индекса финансовой стабильности. Причем, если расчеты ценовой стабильности основываются на значениях инфляции, рассчитываемой по индексу потребительских цен, то для расчета финансовой стабильности важно определить с показателем, который бы отражал развитие всей финансовой системы, включая государственные финансы, финансы организаций (финансовых и нефинансовых) и домохозяйств. В качестве такого показателя можно использовать отношение годового прироста совокупных финансовых активов экономики к численности населения [19]:

$$I_{\text{фр}} = \frac{\Phi A_{\text{пр}}}{\text{ЧН}}, \quad (2)$$

где $I_{\text{фр}}$ — индекс финансового развития; $\Phi A_{\text{пр}}$ — годовой прирост совокупных финансовых активов экономики; ЧН — численность населения.

Данный показатель не только измеряет развитие финансовой системы в целом, агрегируя активы всех ее элементов, но и косвенно оценивает уровень финансовализации экономики.

Руководствуясь подходом к расчету индекса ценовой стабильности, следовало бы оценить отклонение фактических значений индекса фи-

¹ URL: https://cbr.ru/dkp/objective_and_principles/

нансового развития от целевых, однако в стратегических финансовых документах не определено целевое значение данного показателя. В этой связи для определения финансовой стабильности представляется целесообразной оценка отклонения индекса финансового развития от тренда на основе регрессионного анализа:

$$I_{\text{фр}} = \mu + \quad (3)$$

где $T_{\text{фр}}$ — значение тренда индекса финансового развития; a, b — параметры модели; t — номер исследуемого периода.

Тогда индекс финансовой стабильности примет вид:

$$I_{\text{ис}} = 1 - 2 \sqrt{\frac{I_{\text{фр}} - T_{\text{фр}}}{\max(T_{\text{фр}}; \gamma)}}, \quad (4)$$

где $I_{\text{фс}}$ — индекс финансовой стабильности; $I_{\text{фр}}$ — фактическое значение индекса финансового развития; $T_{\text{фр}}$ — значение тренда индекса финансового развития; γ — минимальное значение тренда индекса финансового развития, определяемое точностью измерения.

Как и у индекса ценовой стабильности, более высокие значения индекса финансовой стабиль-

ности означают более высокий уровень финансовой стабильности государства. Полученные результаты расчета индексов ценовой и финансовой стабильности приведены на рис. 1.

Рисунок 2 иллюстрирует взаимосвязь ценовой и финансовой стабильности в России в кризисные периоды и наглядно показывает относительную автономию/взаимодействие финансовой и ценовой стабильности в разные периоды экономического развития. В условиях позитивной экономической динамики финансовая и ценовая стабильность могут обеспечиваться и при относительной автономии финансовой и денежно-кредитной политики, а цели и инструменты их реализации не обязательно должны совпадать. Однако в кризисные периоды координация финансовой и денежно-кредитной политики — важнейшее условие их преодоления и минимизации негативных последствий для экономики.

Анализ данных за 2014–2016 гг. свидетельствует о большей волатильности индекса ценовой стабильности по сравнению с индексом финансовой стабильности: первый подвержен более сильному спаду в период кризиса, но и быстрее восстанавливается в ответ на денежно-кредитные антикризисные меры Центрального банка. С одной стороны, данный вывод подтверждает, что денежно-кредитная политика обладает более вы-

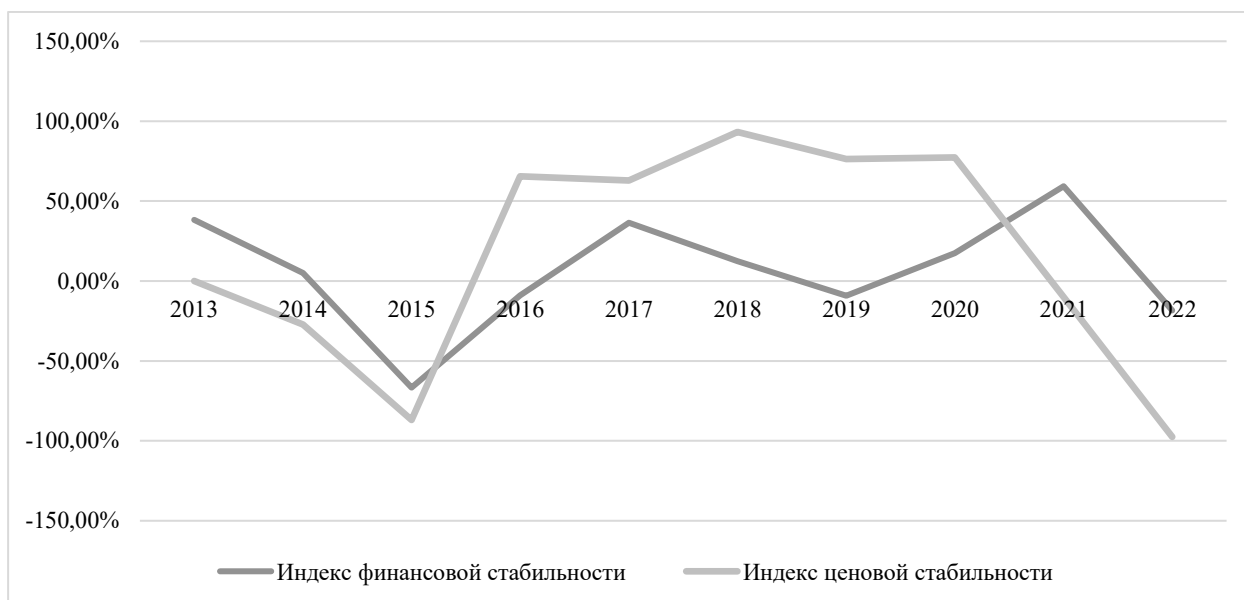


Рис. 1 / Fig. 1. Индексы ценовой и финансовой стабильности России /
Indices of price and financial stability in Russia

Источник / Source: составлено автором по данным / compiled by the author on the basis of data: [18]; URL: https://cbr.ru/dkp/objective_and_principles/; https://cbr.ru/statistics/macro_itm/fafbs/; <https://rosstat.gov.ru/folder/12781>; <https://rosstat.gov.ru/statistics/price/>

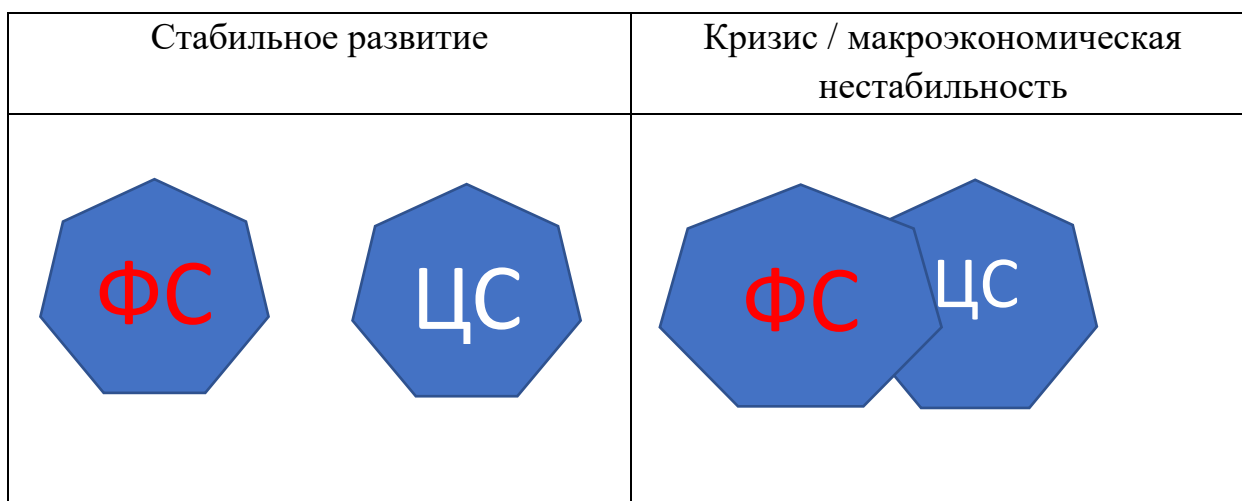


Рис. 2 / Fig. 2. Взаимодействие финансовой и ценовой стабильности в различные периоды экономического развития / Interaction of financial and price stability in different periods of economic development

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

сокой гибкостью, по сравнению с государственной финансовой политикой (при условии хорошего уровня развития финансового рынка). С другой стороны, можно констатировать, что финансовая стабильность в 2016–2017 гг. восстанавливалась именно на фоне благоприятных условий ценовой стабильности. Рост цен снижает прогнозируемость развития экономики, сокращая объемы инвестиций в экономику; отрицательно влияет на доверие к национальной валюте, ослабляя ее курс; уменьшает реальные доходы населения и бизнеса как потребителей финансовых услуг. Следовательно, ценовая стабильность оказывает существенное влияние на финансовую стабильность.

Интересен и факт снижения финансовой стабильности в 2019 г., что также демонстрирует рис. 1. Если обратиться к финансовым счетам СНС РФ² и статистике Банка России³, то становится ясно, что характерный отрицательный прирост совокупности финансовых активов в России в 2019 г. связан со снижением спроса на услуги некредитных финансовых организаций на фоне снижения ключевой ставки и соответствующего роста спроса на услуги банков, а также с сокращением объема бюджетных средств на счетах финансовых организаций. Отсюда следует вывод о зависимости финансовой стабильности как от государственной финансовой политики, так и от монетарного регулирования.

² URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/fafbs/

³ URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/sors/retro/archiv2/

На объемы и структуру активов и обязательств экономических субъектов значительное влияние оказывает инструментарий денежно-кредитной политики. Повышение ключевой ставки с целью снижения общего уровня потребительских цен способствует росту ставок денежного и кредитного рынков, за счет чего сокращается спрос на кредиты со стороны населения и бизнеса, но при этом растет спрос на депозиты, перераспределяя активы и обязательства в экономике. Например, резкое повышение ключевой ставки с 9,5 до 20% на фоне геополитической нестабильности в 2022 г., расширение объема рефинансирования кредитных организаций, а также значительное снижение нормативов обязательных резервов и повышение коэффициентов усреднения обязательных резервов как меры денежно-кредитной политики предотвратили отток средств из банковского сектора — ядра финансовой системы, повысив ее устойчивость к внешним и внутренним шокам.

Таким образом, эмпирическое исследование доказывает наличие взаимосвязи ценовой и финансовой стабильности в России, а также подтверждает влияние денежно-кредитной политики Банка России на финансовую стабильность. Достижение ценовой и финансовой стабильности формирует благоприятные условия для поддержания экономической стабильности как фактора экономического роста:

1. Низкий уровень инфляции создает возможность для повышения эффективности проводи-

мой бюджетной политики на разных уровнях (муниципальном, региональном, федеральном), формируя предсказуемость будущих доходов и расходов бюджетов.

2. Ценовая стабильность способствует росту благосостояния населения за счет создания возможностей эффективного финансового планирования.

3. В условиях низкой инфляции устанавливаются низкие ставки по банковским вкладам, что мотивирует население выбирать альтернативные инвестиционные инструменты с более высокой доходностью. В свою очередь, трансформация сбережений в инвестиции является важным фактором развития отечественного производства.

4. Стабильность функционирования кредитной и платежной систем обеспечивает сохранность безналичных денежных средств населения и бизнеса в условиях внешних шоков, бесперебойность денежного оборота и осуществления платежей, что создает благоприятные условия для проведения экономических транзакций и формирует доверие экономических субъектов к регуляторам финансового рынка.

5. Стабильность инвестиционной системы, важнейшим индикатором которой является низкая волатильность фондового рынка, обеспечивает приток внешних и внутренних инвестиций в российскую экономику, создавая возможности для экономического развития.

6. Стабильность страховой системы обеспечивает перераспределение рисков в экономике, снижая негативное воздействие внешних и внутренних шоков на отрасли российской экономики.

Таким образом, координация денежно-кредитной политики и различных направлений финансовой политики необходима для обеспечения общей экономической стабильности и устойчивого экономического роста в России (рис. 3).

Рисунок 3 наглядно иллюстрирует необходимость комплексного применения инструментов денежно-кредитной политики в сочетании с рычагами отдельных направлений финансовой политики государства для обеспечения ценовой и финансовой стабильности России.

Бюджетно-налоговая политика направлена на перераспределение средств для реализации стратегических целей экономического развития и по-



Рис. 3 / Fig. 3. Взаимосвязь ценовой и финансовой стабильности /
The relationship between price and financial stability

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

вышения уровня благосостояния граждан. При этом бюджетные расходы и налоги оказывают влияние на денежную массу, определяя уровень спроса и предложения на товарном рынке и инфляционные ожидания населения и бизнеса, что является фактором, воздействующим на уровень цен. Поэтому, наряду с монетарными инструментами, бюджетно-налоговые рычаги также влияют на финансовую, ценовую и экономическую стабильность.

Кроме того, таможенно-тарифная политика обладает большим потенциалом для воздействия на данные параметры. Таможенные пошлины влияют на цены импортируемых товаров, что определяет общий уровень цен в России. Тарифные квоты способствуют регулированию объемов экспорта и импорта, и от этого зависит конкурентоспособность отечественных производителей и инвестиционный потенциал российской экономики.

На баланс экспортно-импортных отношений, определяющий инвестиционную привлекательность отечественного рынка, воздействует и валютная политика. Стабильность национальной валюты повышает доверие внешних и внутренних инвесторов к российскому рынку. Низкая волатильность курса рубля позитивно сказывается и на динамике инфляции ввиду эффекта переноса цен на импортируемые товары на цены на отечественные товары.

Таким образом, экономическая стабильность неразрывно связана с ценовой и финансовой стабильностью, что достигается посредством координации мер денежно-кредитной и финансовой политики государства.

ИССЛЕДОВАНИЕ ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ ГОСУДАРСТВА НА ЦЕНОВУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ

Финансовая политика, ориентированная на выработку перспектив развития и нормативно-правовое регулирование функционирования финансового рынка и финансовых институтов, направлена на достижение финансовой стабильности и поддержание финансовой устойчивости⁴. Причем, если финансовая стабильность как результат финансовой политики проявляется на любой стадии экономического цикла, то финансо-

вая устойчивость обнаруживает себя лишь в кризисные периоды.

Во время геополитического кризиса 2022–2023 гг. финансовая стабильность и финансовая устойчивость в России обеспечивались посредством сочетания ряда инструментов финансовой и денежно-кредитной политики.

Валютные инструменты Минфина России и Банка России. Они показали высокую результативность в части достижения финансовой устойчивости и финансовой стабильности. С целью предотвращения девальвации российского рубля как угрозы финансовой стабильности, повышения доверия населения России к национальной валюте в начале геополитического кризиса были приняты ограничения на валютные операции резидентов, на ввоз иностранной валюты; обязательства продажи части валютной выручки экспортерами; введен особый порядок расчетов с иностранными лицами из недружественных стран. Эти меры действительно способствовали укреплению российского рубля (рис. 4), что сформировало условия для дальнейшего стабильного развития финансовой системы. Кроме того, данные валютные инструменты оказали значимое положительное влияние на динамику цен в России. Между валютным курсом и инфляцией в первые три квартала 2022 г. наблюдалась высокая взаимосвязь: коэффициент корреляции составил 0,9524 (рис. 4). С учетом того, что принятые валютные меры были направлены не только на поддержание стабильного валютного курса, но и на снижение зависимости российской экономики от недружественных стран, уже с IV квартала 2022 г. наблюдалось отсутствие корреляции между данными показателями: коэффициент корреляции за сентябрь 2022 г. — май 2023 г. составил 0,1629.

Таким образом, валютные меры финансовой политики способны оказать значимое влияние на ценовую стабильность, хотя это не является основной целью финансовой политики государства.

Бюджетные инструменты Минфина России. Наиболее действенным для достижения финансовой стабильности в России является бюджетное правило. С 2017 до 2022 г. применялся его вариант, предусматривающий покупку (продажу) валюты в (из) Фонда национального благосостояния (далее — ФНБ), если цена на нефть Urals превышает (не превышает) цену отсечения. Основной целью бюджетного правила было снижение зависимости курса рубля от цен на энергоресурсы, и она была

⁴ URL: <https://minfin.gov.ru/ru/performance/finans/>

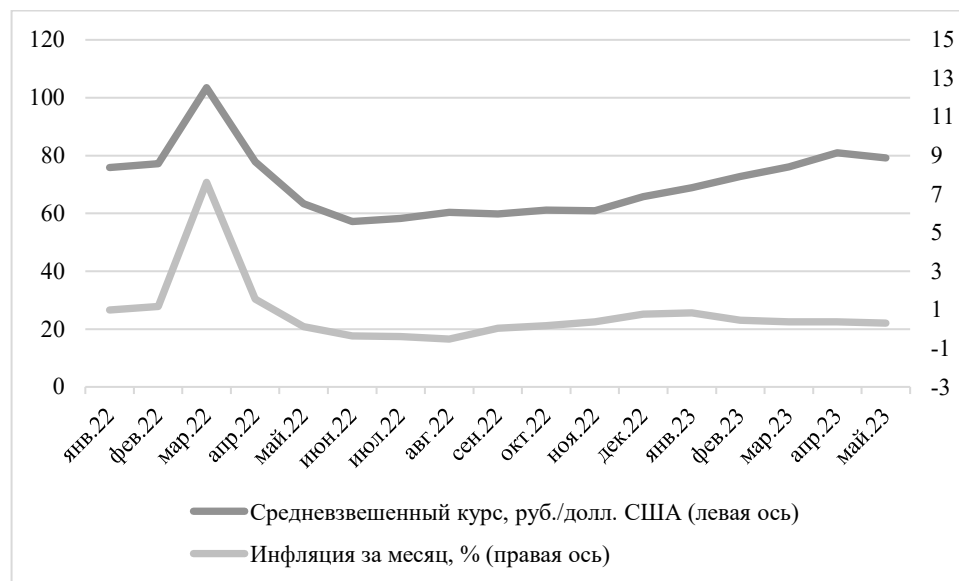


Рис. 4 / Fig. 4. Динамика валютного курса и инфляции в России / Exchange rate and inflation dynamics in Russia

Источник / Source: составлено автором по данным / compiled by the author according to the data of: URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/price>; <https://www.moex.com/ru/markets/currency/>

достигнута. При этом ФНБ пополнялся в большей степени валютой недружественных стран. В 2022 г. накопленные резервы были заморожены и действие бюджетного правила приостановлено.

С 2023 г. действует новое бюджетное правило, согласно которому на нефтегазовые доходы, полученные свыше установленного значения, Банк России покупает валюту дружественных стран и направляет ее в ФНБ. В обратном случае валюта из ФНБ продается, а ее рублевый эквивалент используется для покрытия дефицита федерального бюджета. Данная модификация бюджетного правила способствует снижению зависимости российской экономики от экономик недружественных стран, повышая устойчивость финансовой системы. При этом использование средств ФНБ для покрытия дефицита бюджета означает рост денежной массы, что является фактором инфляции.

Кроме бюджетного правила, используются и инструменты контрциклической направленности, ориентированные на обеспечение финансовой стабильности: дополнительные расходы на реализацию антикризисных программ, расходы на поддержку бизнеса и граждан. Дополнительные бюджетные расходы также влекут рост потребительского спроса, что, в свою очередь, провоцирует инфляционное давление. Поэтому Банк России проводит денежно-кредитную политику, координируя монетарные решения с бюджетными решениями.

Макропруденциальные инструменты Банка России. В условиях дефицита ликвидности банковской системы, сложившегося на фоне геополитической нестабильности, Банк России «распустил» буфер капитала, сформированный ранее банками за счет надбавок к коэффициентам риска по необеспеченным потребительским кредитам и ипотечным кредитам. Данная мера оказала положительный эффект на устойчивость финансовой системы (финансовую стабильность), однако не оказала значимого влияния на ценовую стабильность.

Таким образом, исследование продемонстрировало, что инструменты финансовой политики способны оказывать как сдерживающее, так и стимулирующее влияние на ценовую стабильность. Поэтому для обеспечения финансовой и ценовой стабильности в России важна координация денежно-кредитной и финансовой политики при непрерывном взаимодействии Минфина России и Банка России. Данное взаимодействие осуществляется в настоящее время. Однако, как отмечалось выше, для достижения целей финансового и монетарного регулирования важным условием выступает укрепление доверия субъектов рынка к государственным структурам — проводникам соответствующей политики. В документах Банка России и Министерства финансов РФ, касающихся развития российского финансового рынка, немалая роль отводится потребителям финансовых услуг.

Постоянно ставится задача укрепления доверия розничного потребителя и инвестора к финансовому рынку через усиление его защищенности, повышение финансовой, инвестиционной, цифровой и киберграмотности. Особое внимание уделяется *расширению доступности финансовых услуг*, что в целом оказывает положительное влияние на уровень финансового развития и темпы экономического роста [20].

Для повышения доверия населения и бизнеса к финансовой и денежно-кредитной политике в перспективе должен быть обеспечен высокий уровень *открытости* взаимодействия Минфина и Банка России.

ВЫВОДЫ

Проведенное исследование позволяет сделать следующие выводы.

Финансовая стабильность (как цель финансовой политики) и ценовая стабильность (как цель денежно-кредитной политики) наиболее значимо коррелируют в кризисные периоды, что подтверждают расчеты индексов ценовой и финансовой стабильности. При этом взаимосвязь данных показателей двусторонняя: стабильный уровень цен создает условия для финансовой устойчиво-

сти и финансовой стабильности, а финансовая стабильность повышает доверие к финансовым институтам и государству, сдерживая рост потребительских цен.

Инструменты денежно-кредитной политики способны повышать устойчивость кредитной системы к внешним и внутренним шокам, повышая устойчивость всей финансовой системы и создавая условия для финансовой стабильности.

Инструменты финансовой политики могут как сдерживать инфляционное давление (при сглаживании колебаний валютного курса и сдерживающей бюджетной политике), так и стимулировать его (при стимулирующей бюджетной политике).

Снижение зависимости российской экономики от недружественных государств приводит к положительным эффектам роста ценовой и финансовой стабильности, что подтверждает результативность инструментов финансовой политики.

Для достижения ценовой и финансовой стабильности важна координация денежно-кредитной и финансовой политики, а также повышение открытости в процессе взаимодействия соответствующих государственных структур для укрепления к ним доверия со стороны населения и бизнеса.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Xu Y., Ji X., Zhan S., Zhan M. How do the dual effects of financial development change the transmission of monetary policy? — Evidence from China. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2023;68:101952. DOI: 10.1016/j.najef.2023.101952
2. Acharya V.V., Imbierowicz B., Steffen S., Teichmann D. Does the lack of financial stability impair the transmission of monetary policy? *Journal of Financial Economics*. 2020;138(2):342–365. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.06.011
3. Oanh T.T.K., Van L.T.T., Dinh L.Q. Relationship between financial inclusion, monetary policy and financial stability: An analysis in high financial development and low financial development countries. *Heliyon*. 2023;9(6): e16647. DOI: 10.1016/j.heliyon.2023.e16647
4. Li X.-L., Yan J., Wei X. Dynamic connectedness among monetary policy cycle, financial cycle and business cycle in China. *Economic Analysis and Policy*. 2021;69:640–652. DOI: 10.1016/j.eap.2021.01.014
5. Tobal M., Menna L. Monetary policy and financial stability in emerging market economies. *Latin American Journal of Central Banking*. 2020;1(1–4):1000171. DOI: 10.1016/j.lacbc.2020.100017
6. Ершов М.В., Танасова А.С., Цховребов М.П. О денежно-кредитных и бюджетных подходах в России в 2022–2024 гг. *Российский экономический журнал*. 2022;(1):32–49. DOI: 10.33983/0130–9757–2022–1–32–49
7. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Ларионова И.В. и др. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов: мнение экспертов Финансового университета. *Экономика. Налоги. Право*. 2023;16(1):6–21. DOI: 10.26794/1999–849X-2023–16–1–6–21
8. Wang H., Xu N., Yin H., Ji H. The dynamic impact of monetary policy on financial stability in China after crises. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2022;75:101855. DOI: 10.1016/j.pacfin.2022.101855
9. Nair A.R., Anand B. Monetary policy and financial stability: Should central bank lean against the wind? *Central Bank Review*. 2020;20(3):133–142. DOI: 10.1016/j.cbrev.2020.03.006

10. The financial market impact of ECB monetary policy press conferences — A text based approach. *European Journal of Political Economy*. 2022;74:102230. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2022.102230
11. Collingro F., Frenkel M. On the financial market impact of euro area monetary policy: A comparative study before and after the Global Financial Crisis. *Global Finance Journal*. 2020;45:100480. DOI: 10.1016/j.gfj.2019.100480
12. Wei X., Han L. The impact of COVID-19 pandemic on transmission of monetary policy to financial markets. *International Review of Financial Analysis*. 2021;74:101705. DOI: 10.1016/j.irfa.2021.101705
13. Криничанский К.В., Анненская Н.Е. Понятие и перспективы финансового развития. *Вопросы экономики*. 2022;(10):20–36. DOI: 10.32609/0042–8736–2022–10–20–36
14. Lakdawala A. The growing impact of US monetary policy on emerging financial markets: Evidence from India. *Journal of International Money and Finance*. 2021;119:102478. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2021.102478
15. Georgiadis G., Jančoková M. Financial globalisation, monetary policy spillovers and macro-modelling: Tales from 1001 shocks. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2020;121:104025. DOI: 10.1016/j.jedc.2020.104025
16. Georgiadis G., Zhu F. Foreign-currency exposures and the financial channel of exchange rates: Eroding monetary policy autonomy in small open economies? *Journal of International Money and Finance*. 2021;110:102265. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2020.102265
17. Lee D. Global financial integration and monetary policy spillovers. *Economics Letters*. 2021;202:109820. DOI: 10.1016/j.econlet.2021.109820
18. Господарчук Г.Г., Зеленева Е.С. Оценка эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):6–21. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–1–6–21
19. Gospodarchuk G.G., Zeleneva E.S. Stability of financial development: problems of measurement, assessment and regulation. *PLoS One*. 2022;17(11): e0277610. DOI: 10.1371/journal.pone.0277610
20. Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., et al. Financial inclusion: Can it meet multiple macroeconomic goals? IMF Staff Discussion Note. 2015;(17). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1517.pdf>

REFERENCES

1. Xu Y., Ji X., Zhan S., Zhan M. How do the dual effects of financial development change the transmission of monetary policy? — Evidence from China. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2023;68:101952. DOI: 10.1016/j.najef.2023.101952
2. Acharya V.V., Imbierowicz B., Steffen S., Teichmann D. Does the lack of financial stability impair the transmission of monetary policy? *Journal of Financial Economics*. 2020;138(2):342–365. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.06.011
3. Oanh T.T.K., Van L.T.T., Dinh L.Q. Relationship between financial inclusion, monetary policy and financial stability: An analysis in high financial development and low financial development countries. *Heliyon*. 2023;9(6): e16647. DOI: 10.1016/j.heliyon.2023.e16647
4. Li X.-L., Yan J., Wei X. Dynamic connectedness among monetary policy cycle, financial cycle and business cycle in China. *Economic Analysis and Policy*. 2021;69:640–652. DOI: 10.1016/j.eap.2021.01.014
5. Tobal M., Menna L. Monetary policy and financial stability in emerging market economies. *Latin American Journal of Central Banking*. 2020;1(1–4):1000171. DOI: 10.1016/j.latchb.2020.100017
6. Ershov M.V., Tanasova A.S., Tskhovrebov M.P. On monetary and budget approaches in Russia in 2022–2024. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economic Journal*. 2022;(1):32–49. (In Russ.). DOI: 10.33983/0130–9757–2022–1–32–49
7. Abramova M.A., Dubova S.E., Larionova I.V. On the main directions of the unified state monetary policy for 2023 and the period 2024 and 2025: Opinion of experts of the Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, Taxes & Law*. 2023;16(1):6–21. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X–2023–16–1–6–21
8. Wang H., Xu N., Yin H., Ji H. The dynamic impact of monetary policy on financial stability in China after crises. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2022;75:101855. DOI: 10.1016/j.pacfin.2022.101855
9. Nair A.R., Anand B. Monetary policy and financial stability: Should central bank lean against the wind? *Central Bank Review*. 2020;20(3):133–142. DOI: 10.1016/j.cbrev.2020.03.006

10. Parle C. The financial market impact of ECB monetary policy press conferences — A text based approach. *European Journal of Political Economy*. 2022;74:102230. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2022.102230
11. Collingro F., Frenkel M. On the financial market impact of euro area monetary policy: A comparative study before and after the Global Financial Crisis. *Global Finance Journal*. 2020;45:100480. DOI: 10.1016/j.gfj.2019.100480
12. Wei X., Han L. The impact of COVID-19 pandemic on transmission of monetary policy to financial markets. *International Review of Financial Analysis*. 2021;74:101705. DOI: 10.1016/j.irfa.2021.101705
13. Krinichansky K.V., Annenskaya N.E. Financial development: The concept and prospects. *Voprosy ekonomiki*. 2022;(10):20–36. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2022–10–20–36
14. Lakdawala A. The growing impact of US monetary policy on emerging financial markets: Evidence from India. *Journal of International Money and Finance*. 2021;119:102478. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2021.102478
15. Georgiadis G., Jančoková M. Financial globalisation, monetary policy spillovers and macro-modelling: Tales from 1001 shocks. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2020;121:104025. DOI: 10.1016/j.jedc.2020.104025
16. Georgiadis G., Zhu F. Foreign-currency exposures and the financial channel of exchange rates: Eroding monetary policy autonomy in small open economies? *Journal of International Money and Finance*. 2021;110:102265. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2020.102265
17. Lee D. Global financial integration and monetary policy spillovers. *Economics Letters*. 2021;202:109820. DOI: 10.1016/j.econlet.2021.109820
18. Gospodarchuk G.G., Zeleneva E.S. Assessing the effectiveness of monetary policy of central banks. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):6–21. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–1–6–21
19. Gospodarchuk G.G., Zeleneva E.S. Stability of financial development: problems of measurement, assessment and regulation. *PLoS One*. 2022;17(11): e0277610. DOI: 10.1371/journal.pone.0277610
20. Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., et al. Financial inclusion: Can it meet multiple macroeconomic goals? *IMF Staff Discussion Note*. 2015;(17). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1517.pdf>

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Антон Германович Силуанов — доктор экономических наук, декан финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

Anton G. Siluanov — Doctor of Economics, Dean of the Department of Finance, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0001-6821-7888>

AGSiluanov@fa.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила 20.01.2024; после рецензирования 11.02.2024; принята к публикации 27.02.2024.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was received on 20.01.2024; revised on 11.02.2024 and accepted for publication on 27.02.2024.

The author read and approved the final version of the manuscript.