

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Аниканов Ефим Игоревич

РАЗВИТИЕ ОПЕРАЦИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ В УСЛОВИЯХ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Дубова Светлана Евгеньевна
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 18 декабря 2025 г. в 10:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.107 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, ауд. 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100, и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Лаврушин О.И., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Абрамова М.А., д.э.н., профессор;
ученый секретарь – Амосова Н.А., д.э.н., профессор;

члены диссертационного совета:
Вахрушев Д.С., д.э.н., профессор;
Господарчук Г.Г., д.э.н., доцент;
Дубова С.Е., д.э.н., профессор;
Евлахова Ю.С., д.э.н., профессор;
Кропин Ю.А., д.э.н., профессор;
Ларионова И.В., д.э.н., профессор;
Масленников В.В., д.э.н., профессор;
Рудакова О.С., д.э.н., профессор;
Халилова М.Х., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 22 октября 2025 года.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.107

Н.А. Амосова

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Денежно-кредитная политика является одной из ключевых составляющих экономической политики, применяемой для регулирования экономики. Проведение взвешенной денежно-кредитной политики обеспечивает достижение ценовой стабильности и создает благоприятные условия для стимулирования экономической активности, снижения безработицы и, в конечном счете, для обеспечения долгосрочной и стабильной экономической динамики. Экономика России столкнулась со сложными задачами формирования таких условий в период структурной трансформации. В последние годы происходит кардинальная перестройка логистических цепочек поставок товаров, осуществляется процесс локализации производства критической инфраструктуры в целях обеспечения нового уровня экономического и технологического суверенитета страны. В таких обстоятельствах возрастает значимость денежно-кредитной политики в управлении макроэкономическими процессами. Раскрытие данного вопроса приобретает особую актуальность в условиях необходимости достижения национальных целей развития страны, определенных Президентом Российской Федерации, и выхода из кризиса, определенного отрицательными эффектами от санкционного давления на Российскую Федерацию. В данных условиях результативность мероприятий в области денежно-кредитной политики имеет первостепенное значение. В периоды кризиса важно обеспечить постоянное согласование решений, принимаемых как на уровне различных направлений деятельности регулятора, так и между Банком России и органами, определяющими бюджетно-налоговую политику. Кроме того, широкий спектр задач, который стоит перед Банком России, требует сбалансированного и взвешенного подхода к их решению. Поддержание ценовой стабильности является фундаментальной основой для создания предсказуемых условий в экономике. Поддержание стабильности цен обеспечивает реализацию функции Банка России, закрепленной в Конституции Российской Федерации и содержащейся в обеспечении устойчивости рубля.

Степень разработанности темы исследования. Научная база, посвященная вопросам денежно-кредитного регулирования, лежащим в основе данного

научного исследования, включает в себя работы российских и зарубежных ученых в области денежно-кредитного регулирования.

Теоретические подходы, особенности реализации и направления совершенствования денежно-кредитной политики представлены и проанализированы в работах Б. Бернанке [B. Bernanke], М. Фридмана [M. Friedman], Ф. Мишкина [F. Mishkin], Ж. Гали [J. Gali], Р. Солоу [R. Solow], У. Баумоля [W. Baumol], Дж. Тобина [J. Tobin], Э. Фелпса [E. Phelps], М. Гудфренда [M. Goodfriend], Ф. Кюдланда [F. Kydland], Э. Прескотта [E. Prescott], Р. Барро [R. Barro], Р. Лукаса [R. Lucas], Т. Сарджента [T. Sargent], Ф. Агийона [P. Aghion].

В то же время современная теория денежно-кредитной политики в российском научном пространстве приобрела системный характер, сформировала набор собственных ценностей и получила существенный импульс благодаря трудам М.А. Абрамовой, Л.С. Александровой, С.Е. Дубовой, В.Ю. Диденко, С.М. Дробышевского, Е.С. Зеленовой, А.В. Исакова, Ф.С. Картаева, Л.Н. Красавиной, Ю.А. Кропина, А.Л. Кудрина, О.И. Лаврушина, И.В. Ларионовой, О.В. Лунякова, С.С. Матвеевского, С.Р. Моисеева, В.Е. Пономаренко, В.В. Скалкина, М.А. Тиуновой, П.В. Трунина, А.Б. Фиापшева, К.В. Юдаевой.

По итогам изучения и систематизации результатов научных исследований, а также анализа российского и зарубежного опыта реализации денежно-кредитной политики можно сделать вывод об отсутствии единой позиции по вопросу применения инструментов денежно-кредитной политики в условиях кризиса, обусловленного наличием отрицательных шоков на стороне совокупного предложения и совокупного спроса.

Исходя из этого, несмотря на высокую степень проработанности вопросов в сфере денежно-кредитного регулирования, представляется очевидной необходимость изучения и анализа проблем, связанных с развитием теоретического инструментария, анализом качества передачи монетарных импульсов на экономические условия, оценкой эффектов от применения инструментов денежно-кредитной политики на экономику в современных условиях и определением направлений их совершенствования.

Целью исследовательской работы является развитие теоретических представлений и разработка научно-обоснованных предложений по совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики в условиях режима инфляционного таргетирования с учетом российской и зарубежной практики. Для достижения указанной цели поставлены следующие **задачи**:

- разработать определение операционного механизма денежно-кредитной политики на основе составляющих его элементов;
- сформулировать принципы реализации операционного механизма денежно-кредитной политики;
- проанализировать качество передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики;
- разработать подход для определения достаточности условий для реализации операционного механизма денежно-кредитной политики;
- обосновать предложения по усилению эффектов операционного механизма денежно-кредитной политики при реализации Банком России режима инфляционного таргетирования;
- определить направления совершенствования инструментов операционного механизма денежно-кредитной политики.

Объектом исследования является система экономических отношений, обуславливающих формирование современной единой государственной денежно-кредитной политики.

Предметом исследования является специфика операционного механизма денежно-кредитной политики Банка России в условиях реализации режима инфляционного таргетирования.

Область исследования диссертации соответствует п. 32. «Денежно-кредитная политика в Российской Федерации и за рубежом. Критерии и методы повышения эффективности денежно-кредитной политики» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Научная новизна исследования заключается в расширении теоретико-методологических представлений об операционном механизме

денежно-кредитной политики при применении режима таргетирования инфляции на базе системного исследования российской и зарубежной практики, а также разработке подходов к оценке качества реализации операционной цели, действенности операционного механизма и выработке практических рекомендаций по совершенствованию инструментов, подходов к анализу и реализации денежно-кредитной политики Банка России.

Положения, выносимые на защиту:

1) *Разработана авторская трактовка содержания понятия «операционный механизм денежно-кредитной политики» с его теоретически обоснованным определением, сформулированным с учетом составляющих его взаимосвязанных элементов, включающих форму и принципы реализации, систему инструментов и операционный ориентир, а также последовательной реализации условий и ограничений, накладываемых выбранным режимом денежно-кредитной политики (С. 50-52).*

2) *Сформулированы принципы реализации операционного механизма денежно-кредитной политики: нацеленность на краткосрочные ставки денежного рынка, безусловная реализация, минимизация величины и волатильности спреда, избегание эффекта вытеснения, содействие развитию финансового рынка, необходимость учета цифровизации финансовых услуг (С. 52-55).*

3) *Подтверждена действенность процентного канала трансмиссионного механизма, на основе чего обоснован подход к анализу качества передачи монетарного импульса именно через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики на основе корреляционно-регрессионного анализа взаимосвязи ключевой ставки со ставками денежного рынка с разными сроками; выявлено усиление и стандартизация корреляционной зависимости в результате перехода к режиму инфляционного таргетирования (С. 70-77).*

4) *Предложен и апробирован подход к оценке достаточности условий для реализации операционного механизма денежно-кредитной политики на основе анализа регрессионной зависимости между объемом остатков денежных средств на корреспондентских счетах коммерческих банков и ценой заимствования по ставке*

RUONIA, а также оценке эластичности ставки RUONIA по объему операций на рынке межбанковского кредитования, что позволяет выявлять периоды более сильного и слабого влияния денежного рынка на ставки «овернайт» и корректировать их уровень инструментами денежно-кредитной политики (С. 77-82).

5) С целью повышения качества условий для реализации операционного механизма денежно-кредитной политики: а) *предложен подход к дифференциации нормативов резервирования* в зависимости от срочности пассивов клиентов, формируемых кредитными организациями, а также *сформулировано и обосновано предложение по исключению из состава резервируемых обязательств бюджетных остатков в валюте недружественных стран*, что повысит качество условий реализации операционного механизма денежно-кредитной политики посредством сближения процентных ставок по рыночным операциям коммерческих банков с ключевой ставкой на разных сроках (С. 136-141); б) на основе выявленной статистически существенной взаимосвязи понятности коммуникаций Банка России и устойчивости инфляционных ожиданий *разработан инструмент для оценки ясности текстовых коммуникационных продуктов, используемых для трансляции сигналов денежно-кредитной политики*, реализованный на базе комбинированного индекса Флеша-Кинкейда, использование которого будет способствовать повышению качества коммуникаций Банка России, повышению доверия общества к проводимой денежно-кредитной политике, предсказуемости решений, снижению и закреплению инфляционных ожиданий вблизи цели (С. 155-159); в) *предложен инструмент для оценки степени согласованности применения инструментов денежно-кредитной и финансовой политики* на базе моделирования векторной авторегрессионной модели (далее – VAR) и функции импульсного отклика инфляции на расходы консолидированного бюджета, что повысит качество согласованности монетарных и фискальных инструментов и позволит обеспечить условия для долгосрочного и устойчивого экономического роста с минимизацией рисков для макроэкономической и финансовой стабильности (С. 160-167).

6) С целью совершенствования инструментария операционного механизма денежно-кредитной политики: а) дана *оценка рисков возникновения дисбаланса*

ликвидности банковского сектора в операционном механизме денежно-кредитной политики в связи с введением в обращение цифрового рубля, на основе чего предложены организационно-экономические решения, а также новый инструмент по предоставлению ликвидности на длительные сроки, направленный на снижение указанных рисков (С. 99-104); б) дополнен инструментарий существующих специализированных механизмов рефинансирования Банка России кредитом, обеспеченным залогом ценных бумаг, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов технологического суверенитета и структурной трансформации экономики (на срок более 3 лет, по ставке, не превышающей средний уровень рентабельности активов организаций реального сектора), что будет способствовать поддержанию банковского кредитования отраслей или сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами, а также способствовать расширению долгосрочных источников финансирования (С. 135-136).

Теоретическая значимость работы заключается в расширении сферы научных знаний в области денежно-кредитной политики. В работе расширено понятие операционной процедуры денежно-кредитной политики и предложена авторская трактовка операционного механизма денежно-кредитной политики, сформулированная с учетом составляющих его взаимосвязанных элементов, включая принципы и форму реализации, систему инструментов, операционную цель и операционный ориентир. В рамках систематизации и формирования теоретических оснований «операционного механизма денежно-кредитной политики» сформулирован ряд принципов реализации «операционного механизма денежно-кредитной политики». Теоретические и методические рекомендации, представленные в работе, могут быть полезны для совершенствования операционного механизма денежно-кредитной политики, повышения качества эффектов от применения инструментов денежно-кредитной политики в условиях инфляционного таргетирования. Кроме того, основные положения научного исследования могут быть использованы для повышения степени согласованности инструментов денежно-кредитной и финансовой политик.

Практическая значимость работы состоит в возможности органов денежно-кредитного регулирования России сформировать действенный операционный механизм денежно-кредитной политики в целях обеспечения ценовой стабильности. В работе представлены предложения по внедрению нового инструмента для оценки текстовых коммуникаций при реализации денежно-кредитной политики, расширению операционного механизма Банка России инструментом по предоставлению ликвидности на длительные сроки и кросс-страновыми своп-линиями. Сформулированы и обоснованы предложения по дифференциации резервных требований, дополнению спектра оцениваемой информации для повышения качества учета региональных особенностей при принятии решений по денежно-кредитной политике. В исследовании предлагается подход к оценке степени согласованности инструментов денежно-кредитной и фискальной политики на базе построения VAR и функций импульсных окликов. В работе дополнен инструментарий специализированных механизмов рефинансирования, которые могут быть использованы для развития долгосрочного фондирования и стимулирования структурной трансформации экономики. Автором предлагается и апробируется подход к оценке достаточности условий для эффективной реализации операционного механизма денежно-кредитной политики, обосновывается подход к анализу качества передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики на основе корреляционно-регрессионного анализа взаимосвязи ключевой ставки со ставками денежного рынка с разными сроками.

Методология и методы исследования. На теоретическом уровне методологический фундамент исследования составляют следующие научные методы: сравнительный анализ, логические методы, аналогия, индукция и дедукция, а также визуализация данных посредством табличных и графических методов. Эмпирический уровень анализа базируется на применении статистических методов, включая корреляционно-регрессионные анализ и эконометрическое моделирование, методы преобразования данных, в частности дифференцирование, метод анализа стационарности временного ряда на базе теста Дики-Фуллера, оценка информационных критериев Акаике, Ханнана-Куина,

Шварца, тест Гренджера на причинность, оценка функций импульсного отклика. В целях реализации указанных методов использовалось прикладное программное обеспечение GNU Regression, Econometrics and Time-series Library (Gretl), MS Excel, а также SQL-решения.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность выводов исследования подтверждается использованием репрезентативной статистики из общедоступных источников, применением научных методов и изучением отечественных и международных публикаций, нормативных правовых актов Российской Федерации, результатов научных исследований отечественных и зарубежных ученых, посвященных вопросам денежно-кредитного регулирования, проблемам независимости монетарных властей, координации монетарных и фискальных направлений экономической политики, а также материалов научных форумов и конференций, докладов международных финансовых институтов, Банка России.

Результаты исследования апробированы на следующих международных и российских научных мероприятиях: на VI Международной научно-практической конференции «Инновационный потенциал банковской деятельности в цифровой экономике» (г. Ростов-на-Дону, Ростовский государственный экономический университет (РИНХ), 26-28 октября 2021 г.); на Молодежной конференции «Государственные финансы и финансовые рынки: вызовы настоящего и модель будущего» в рамках VI Московского финансового форума (Москва, Минфин России, Финансовый университет, 7-9 сентября 2022 г.); на Научно-практической конференции «Сценарии развития банковского сектора России в условиях новой реальности» в рамках XIV Международного научного студенческого конгресса «Экономика России: новые тренды развития» (Москва, Финансовый университет, 14 марта 2023 г.); на CCCXL Международной научно-практической конференции «Молодой исследователь: вызовы и перспективы» (Москва, Издательство «Интернаука», 15 января 2024 г.).

Основные выводы и положения, представленные в диссертации, используются в практической деятельности Дирекции развития бизнеса и аналитики Департамента международных продуктовых решений и

финансирования Банка ВТБ (ПАО). Выводы из предложенных подходов по дифференциации резервных требований в зависимости от сроков привлечения ресурсов клиентов используются при модельном прогнозировании чистого процентного дохода по пассивным продуктам. Предложения по исключению из состава резервируемых обязательств бюджетных остатков в валюте недружественных стран используются при планировании финансового результата по международному транзакционному бизнесу. Результаты оценки рисков возникновения дисбаланса ликвидности банковского сектора в связи с введением в обращение цифровых валют центральных банков использовались при формировании стратегии развития международного бизнеса. Предложения по расширению специализированных механизмов рефинансирования применяются для оценки потенциала по расширению долгосрочных источников финансирования в условиях повышения жесткости денежно-кредитной политики. Представленный в работе анализ способствует повышению качества оперативной отчетности Банка ВТБ (ПАО), а также используется в процессах стратегического и текущего бизнес-планирования по международному транзакционному бизнесу.

Результаты исследования используются Кафедрой банковского дела и монетарного регулирования Финансового факультета ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин «Регулирование и надзор за финансово-кредитными институтами», «Финансовые денежно-кредитные методы регулирования экономики».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения диссертации отражены в 6 научных работах общим объемом 5,3 п.л. (авторский объем – 4,7 п.л.), в том числе 5 работ общим объемом 4,17 п.л. (авторский объем – 3,57 п.л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации обусловлены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 113 наименований и 11 приложений. Текст диссертации изложен на 198 страницах, содержит 22 таблицы и 44 рисунка.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования определены семь групп вопросов.

Первая группа вопросов связана с исследованием актуальных в науке подходов к интерпретации операционной процедуры денежно-кредитной политики с последующей теоретической систематизацией научного понятия «операционный механизм денежно-кредитной политики», а также идентификацией фундаментальных принципов предложенного научного понятия.

Согласно методическим материалам Банка России, операционная процедура денежно-кредитной политики «включает в себя систему инструментов денежно-кредитной политики и подходов к их применению для достижения операционной цели». Исходя из этого, операционная процедура представляет собой связующее звено между центральным банком и финансовым сектором. При этом в действительности данное звено представляет собой более сложную структуру, которая не ограничивается системой инструментов и подходов к их реализации. В связи с этим, включение только двух элементов в определение операционной процедуры без раскрытия принципов ее реализации, а также субъекта и объекта управления считаем недостаточным для всестороннего и системного описания природы данного явления.

В связи с этим, целесообразным является дополнение введенного в оборот термина «операционная процедура» термином «операционный механизм денежно-кредитной политики». Операционный механизм денежно-кредитной политики предлагается определить как «совокупность взаимосвязанных элементов, включающих форму и принципы реализации, систему инструментов и операционный ориентир, с помощью которых центральный банк управляет ликвидностью банковского сектора в целях достижения операционной цели денежно-кредитной политики и дальнейшей трансмиссии монетарного сигнала в экономику с учетом ограничений, установленных выбранным режимом денежно-кредитной политики». Структурно-функциональная схема операционного механизма приведена на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

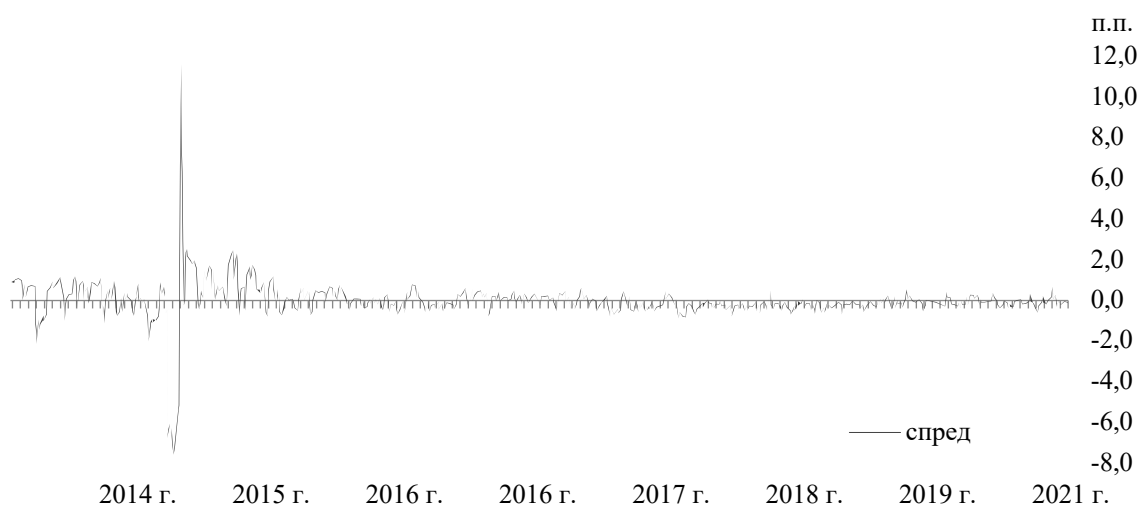
Рисунок 1 – Структурно-функциональная схема операционного механизма денежно-кредитной политики

Таким образом, в предложенном определении удалось объединить ключевые взаимосвязанные элементы, необходимые для идентификации операционного механизма денежно-кредитной политики, определить его место в системе передачи монетарного сигнала в экономику, указать наличие принципов и целей его реализации. В рамках развития понятия «операционный механизм денежно-кредитной политики» отмечено целесообразным сформировать ряд присущих данному понятию принципов.

В первую очередь, это принцип нацеленности на краткосрочные ставки денежного рынка. Реализация данного принципа обеспечивает возможность Банку России влиять на ставки на всей трансфертной кривой. Принцип безусловной реализации предполагает возможность воздействовать на ставки денежного рынка при любом состоянии ликвидности. Основными статьями баланса Банка России являются наличные деньги в обращении и остатки на счетах бюджетной системы, которые являются достаточно волатильными. В этой связи регулятор должен учитывать не только динамику ликвидности, но и необходимый объем обеспечения у банков. Следующий принцип заключается в минимизации величины и волатильности спреда. В качестве базы сравнения используются ставки сегмента овернайт и ключевая ставка. Принцип избегания эффекта вытеснения заключается в том, что Банк России определяет оптимальную ширину коридора процентных ставок с учетом принципа снижения волатильности спреда ставок сегмента межбанковского кредитования. При этом важно не допустить чрезмерного сужения процентного коридора, так как это может привести к снижению активности совершения межбанковских операций. Если доходность операций с Банком России станет сопоставимой с рыночными операциями, банки могут предпочесть менее рискованные операции с Банком России. Реализация принципа содействия развитию финансового рынка предполагает создание стимулов для участников рынка по повышению качества управления ликвидностью с помощью преимущественно рыночных механизмов. В условиях распространения и совершенствования современных технологий считаем важным выделять принцип учета цифровизации финансовых услуг при реализации операционного механизма денежно-кредитной политики.

Вторая группа вопросов посвящена анализу особенностей применения режима инфляционного таргетирования денежно-кредитной политики, а также оценке влияния данного режима на эффективность достижения операционной цели денежно-кредитной политики.

Режим инфляционного таргетирования снижает и закрепляет инфляционные ожидания населения и организаций, что определяет ценовую стабильность. Повышается экономическая и инвестиционная активность организаций за счет снижения ценовых и процентных рисков, а также неопределенности относительно структуры будущих расходов. На основе результатов статистического анализа спреда между ключевой ставкой (далее – КС) и индикативной однодневной ставкой денежного рынка RUONIA получены подтверждения повышения качества реализации операционной цели денежно-кредитной политики вследствие перехода к режиму инфляционного таргетирования. Динамика изменений этого спреда за период 2013-2021 гг. показана на рисунке 2.



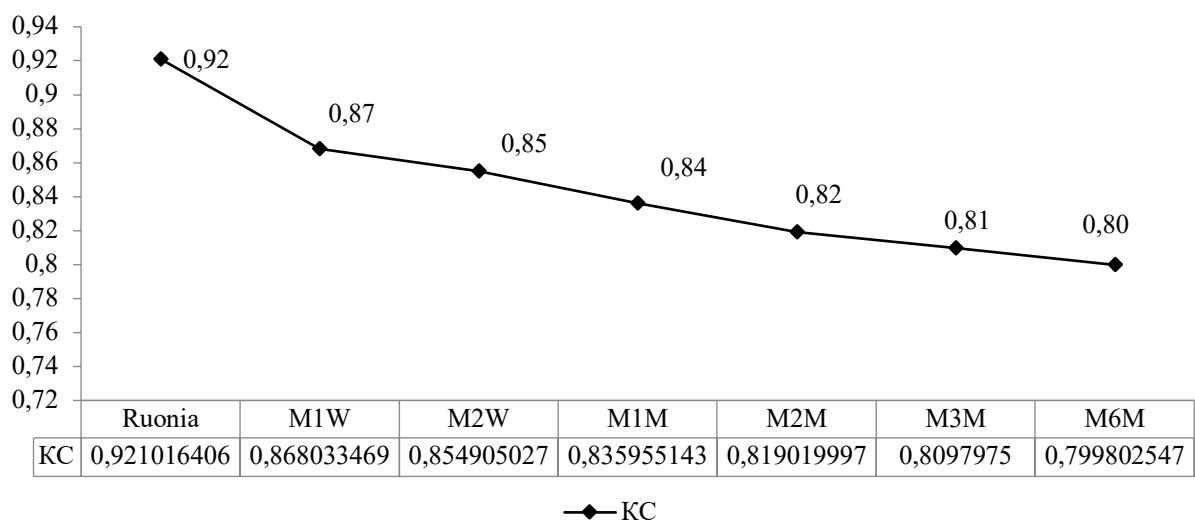
Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Динамика спреда между КС и Ruonia в процентных пунктах

В период 2013-2014 гг. диапазон значений спреда превышал 2%. При этом после перехода Банка России к режиму инфляционного таргетирования процентный спред в среднем за период уменьшился до 0,5%. Снижение диапазона колебаний значений спреда между ключевой ставкой и индикативной однодневной ставкой денежного рынка RUONIA свидетельствует о повышении качества реализации операционной цели денежно-кредитной политики и эффективности

ключевой ставки как основного инструмента денежно-кредитной политики в условиях инфляционного таргетирования.

В дополнение к оценке спреда ключевой ставки на ставки денежного рынка при переходе к режиму инфляционного таргетирования, была проведена оценка эффектов применения инструментов денежно-кредитной политики с использованием корреляционного анализа и модели линейной регрессии. Производился расчет корреляционной зависимости между ключевой ставкой и ставкой RUONIA, а также между ключевой ставкой ставками MOSPRIME разной срочности. Результаты оценки такой зависимости приведены на рисунке 3.



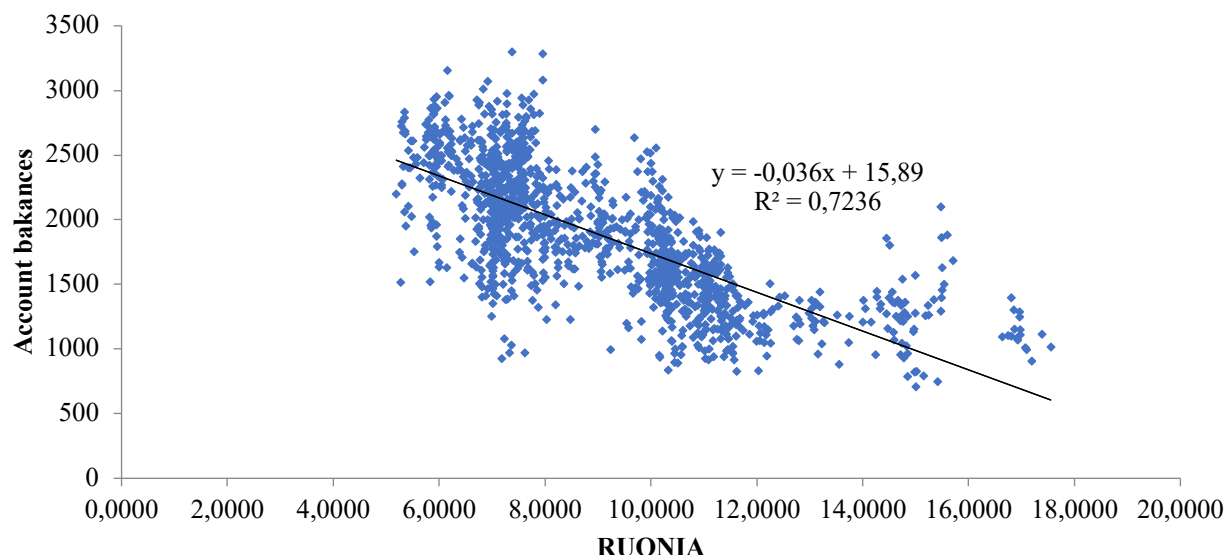
Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Коэффициент корреляции ключевой ставки и ставок денежного рынка на всем периоде исследования

Коэффициент корреляции на всем исследуемом периоде превышал 80%. Это указывает на наличие сильной связи между ключевой ставкой и ставками денежного рынка. Отмечено усиление и стандартизация корреляционной зависимости в результате перехода к режиму инфляционного таргетирования, что подтверждает высокое качество передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма.

Третья группа вопросов связана с оценкой достаточности условий для реализации операционного механизма денежно-кредитной политики. Для достижения операционной цели Банка России в рамках стратегии инфляционного таргетирования важно оценивать влияние денежного рынка на ставки «овернайт».

Чтобы определить наличие и силу связи между свободными остатками на корреспондентских счетах банков и ставкой «овернайт» денежного рынка, был проведен регрессионный анализ данных показателей. Результаты анализа статистических данных представлены на рисунке 4.



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – График рассеяния и уравнение парной регрессии между объемом ликвидности и ставкой RUONIA

На всем периоде исследования регрессионный анализ выявил обратную зависимость между объемом средств на корреспондентских счетах и ставкой RUONIA с коэффициентом -0,03. Данное значение свидетельствует о том, что рост остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков на 1% в среднем приводил к снижению ставки RUONIA на 0,03%. Для количественной оценки чувствительности ставки RUONIA к изменению объем торгов на межбанковском рынке были вычислены коэффициенты эластичности в таблице 1.

Таблица 1 – Результат оценки силы и направления влияния объема торгов на рынке МБК на ставку RUONIA через расчет коэффициента эластичности

Влияние фактора	Ужесточение	Напряжение	Стабилизация	Ужесточение (2)
Уровень значимости	Средний	Средний	Сильный	Сильный
Эластичность (объем торгов)	-0,72	-9,18	-0,04	-0,77
t-статистика	(0,0028)	(0,0124)	(0,0051)	(0,0023)

Источник: составлено автором.

Таким образом, на статистических данных можно наблюдать обратную зависимость между объемом торгов и ставкой RUONIA, что свидетельствует о наличии необходимых сформированных условий для реализации операционного механизма денежно-кредитной политики Банком России. Использование данного подхода позволит выявлять периоды более сильного и слабого влияния денежного рынка на ставки «овернайт», соответствующим образом определять необходимый уровень денежно-кредитных условий и обеспечивать их за счет применения системы инструментов операционного механизма денежно-кредитной политики.

Четвертая группа вопросов связана с анализом возможностей по усилению эффектов от реализации операционного механизма денежно-кредитной политики и расширению инструментов для развития «длинных» источников финансирования в целях создания условия для устойчивого долгосрочного экономического роста при минимизации негативного влияния инфляционных процессов.

В работе представлено предложение по дополнению существующей системы инструментов в части специализированных механизмов рефинансирования. Реализация данного предложения позволит поддержать банковское кредитование отраслей и сегментов экономики, развитие которых ограничено структурными факторами. Существующий механизм, представленный в таблице 2, предлагается дополнить инструментом предоставления кредитов Банка России, обеспеченных залогом ценных бумаг, размещенных для финансирования инвестиционных проектов на срок более трех лет, по ставке, не превышающей средний уровень рентабельности активов организаций реального сектора экономики.

Таблица 2 – Процентные ставки по специализированным механизмам рефинансирования

Специализированный инструмент рефинансирования	Срок (max)	Процентная ставка, п.п.
Кредиты, обеспеченные залогом прав требования по кредитным договорам АО «МСП Банк»	Три года	19,5
Кредиты, обеспеченные залогом прав требования по кредитным договорам, обеспеченные договорами страхования АО «ЭКСАР»	Три года	19,5
Кредиты, обеспеченные залогом облигаций, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов	Три года	9,0

Источник: составлено автором по данным Банка России.

Увеличение долгосрочных источников целевого финансирования свыше трех лет для предприятий реального сектора экономики позволит создать условия для устойчивого долгосрочного экономического роста при минимизации негативного влияния инфляционных процессов в стране за счет увеличения совокупного предложения. Помимо этого, считаем необходимым внести изменения в механизм обязательного резервирования. Необходимость его модификации обусловлена в том числе тем, что обязательное резервирование увеличивает стоимость кредитных ресурсов и несет проинфляционные риски. Краткая методика изменения резервных требований в рамках данного предложения:

- 1) произвести дифференциацию резервных требований в зависимости от сроков привлечения ресурсов;
- 2) в отношении ресурсов, которые привлечены на срок более трех лет, установить норматив обязательного резервирования равный нулю, при соблюдении следующего пункта;
- 3) при предоставлении клиентам (организациям реального сектора, малым и средним предприятиям) кредитов на срок свыше трех лет, уменьшать базу расчета обязательных резервов на величину предоставленных кредитов.

Дополнительно считаем необходимым исключить из состава резервируемых обязательств пассивные остатки в валюте недружественных стран по бюджетным балансовым счетам 401-404 для банков, находящихся под санкциями. Такие коммерческие банки несут прямые убытки в размере около 1,8% от размера таких остатков за счет отсутствия возможности размещения валютных активов при одновременной необходимости резервировать объем остатков в недружественной валюте в размере 8%. Данный объем расходов компенсируется коммерческими банками за счет снижения ставок по привлекаемым средствам клиентов рыночных отраслей. Это означает, что влияние ключевой ставки на ставки депозитного рынка будет снижаться за счет генерируемых расходов по бюджетным счетам. Данное влияние стимулирует коммерческие банки за короткий промежуток времени поднимать депозитные ставки до уровня, близкого к ключевой ставке, что отрицательно сказывается на передаче сигнала ключевой ставки на денежно-кредитные условия.

Потенциальный эффект от применения данного предложения составит около 0,1% прироста ставок по привлеченным средствам рыночных клиентов. Данное изменение позволит повысить эффективность операционного механизма денежно-кредитной политики посредством сближения процентных ставок по рыночным операциям коммерческих банков с ключевой ставкой на разных сроках, а также минимизировать влияние проинфляционных структурных составляющих на процентные ставки.

В работе отдельное внимание посвящено анализу внедрения цифровых валют центральных банков на реализацию денежно-кредитной политики. Для купирования потенциальных отрицательных эффектов от внедрения цифрового рубля регулятору в рамках операционного механизма необходимо расширить спектр операций по предоставлению ликвидности с использованием операций РЕПО. В связи с этим, в работе обоснованы предложения по дополнению существующего операционного механизма операциями РЕПО на срок от одного до трех месяцев в объемах, соответствующих размеру конверсии пассивов коммерческого банка в цифровой рубль. Включение данного инструмента рефинансирования в операционный механизм при введении цифрового рубля позволит минимизировать риски возникновения дисбалансов ликвидности банковского сектора.

Пятая группа вопросов посвящена исследованию возможностей по повышению качества учета региональных особенностей в операционном механизме денежно-кредитной политики.

С учетом того, что уровень занятости населения оказывает влияние на такие звенья трансмиссионного механизма как доходы населения, объем кредитования и сбережения, считаем необходимым дополнить конъюнктурную анкету регионального мониторинга предприятий Банка России разделом «занятость» в целях оперативного учета динамики уровня занятости на предприятиях-респондентах. Это позволит заблаговременно определять природу инфляционных процессов. В зависимости от этого Банк России может более точно настраивать операционный механизм и предотвращать возможные stagфляционные риски при ужесточении денежно-кредитной политики.

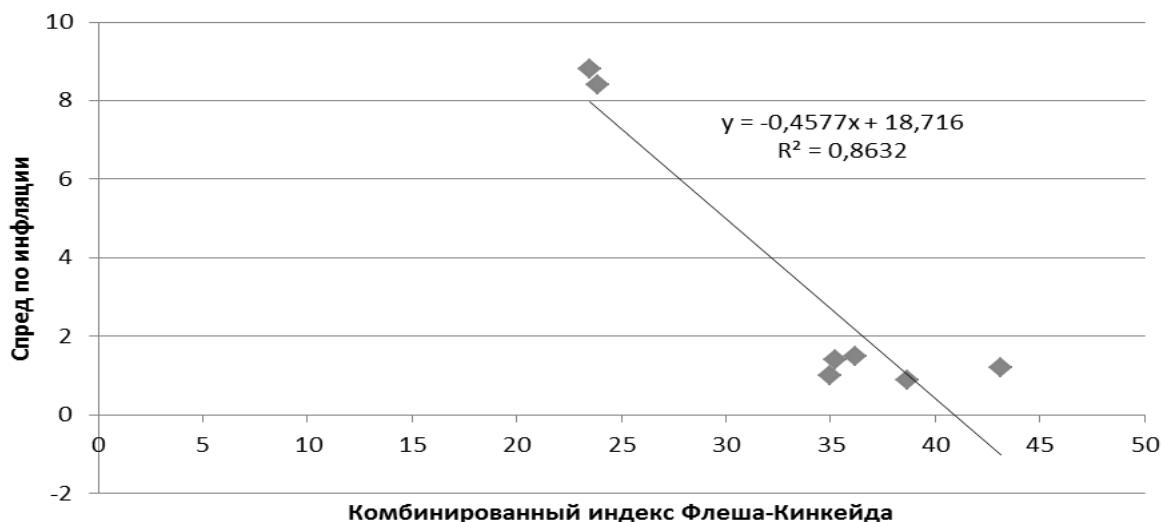
На основе позитивной практики зарубежных центральных банков предлагаем увеличить частоту опросов и дополнить учет региональных особенностей весами соответствующих отраслей и регионов в национальной экономике. Взвешивание регионов по занимаемой ими доли в структуре национальной экономики и структуре выпуска региона может предоставлять важную информацию, дополняющую текущий анализ, на котором основываются решения Банка России в области денежно-кредитной политики.

Шестая группа вопросов посвящена анализу влияния информационной политики Банка России и инструмента коммуникации на повышение уровня доверия к деятельности регулятора, закрепление инфляционных ожиданий и стабилизацию инфляции вблизи цели, а также разработке инструмента для оценки ясности коммуникации по денежно-кредитной политике.

Применение индекса Флеша позволяет определить необходимый уровень образования, необходимого читателю для понимания текста. Индекс Ганнинга, является еще одним индексом для оценки сложности текста. Для оценки наличия и силы влияния понятности коммуникаций по проводимой денежно-кредитной политике на закоривание инфляции вблизи цели в работе был разработан новый инструмент – индекс Флеша-Кинкейда и индекса туманности Ганнинга (далее – CFI), который рассчитывается по формуле (1)

$$CFI = \left(0,39 \times \left(\frac{\text{Слова}}{\text{Предложения}} \right) + 11,8 \times \left(\frac{\text{Слоги}}{\text{Слова}} \right) - 15,59 + 0,4 \times \right. \\ \left. \times \left(0,78 \times \frac{\text{Слова}}{\text{Предложения}} \right) + 100 \left(\frac{\text{Сложные слова}}{\text{Всего слова}} \right) - 15,59 \right) : 2. \quad (1)$$

Для оценки влияния использовалась линейная регрессия. Зависимая переменная – среднегодовой спред по инфляции (фактическое/целевое значение), а в качестве регрессоров выступали значения CFI, рассчитанные по одному из четырех Докладов о денежно-кредитной политике за каждый год с 2017 года по 2024 год. Коэффициент регрессии, который отражает влияние понятности текстовых коммуникаций на ставку RUONIA за весь период исследования оказался отрицательным. Данная зависимость отражена на рисунке 5.



Источник: составлено автором.

Рисунок 5 – Информационная открытость и таргетирование инфляции

Это означает, что при увеличении ясности коммуникаций по денежно-кредитной политике на 1%, наблюдалось снижение среднегодового спреда по инфляции на 0,46%. Таким образом, повышение ясности коммуникаций по денежно-кредитной политике имеет положительный эффект на уровень заякоренности инфляции. Это позволит снизить риски непредсказуемых оттоков ликвидности и усилить эффекты реализации операционного механизма. Разработанный инструмент оценки может быть использован для оперативной оценки коммуникаций по денежно-кредитной политике.

Седьмая группа вопросов посвящена синергии скоординированного применения инструментов денежно-кредитной и финансовой политики, а также разработке инструмента для оценки Банком России степени их согласованности.

На рынок межбанковского кредитования влияют бюджетные операции как автономный фактор формирования ликвидности. При этом важно обеспечивать постоянную оценку качества скоординированности данных политик. Для анализа взаимного влияния инструментов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики оптимально использовать модель VAR. На базе модели совокупных расходов было определено, что наиболее репрезентативным показателем для оценки влияния бюджетно-налоговой политики на монетарные условия является изменение уровня расходов консолидированного бюджета Российской Федерации.

Базовым показателем для оценки реализации денежно-кредитной политики с учетом режима таргетирования инфляции были выбраны значения инфляции. На основе указанных базовых предпосылок была построена система из двух регрессионных уравнений согласно формуле (2)

$$\begin{cases} G_t = b_1 G_{t-1} + \dots + b_n G_{t-n} + c_1 CPI_{t-1} + \dots + c_n CPI_{t-n} + \varepsilon_1 \\ CPI_t = d_1 G_{t-1} + \dots + d_n G_{t-n} + e_1 CPI_{t-1} + \dots + e_n CPI_{t-n} + \varepsilon_2 \end{cases} \quad (2)$$

где G – государственные расходы;

CPI – значение инфляции (индекса потребительских цен);

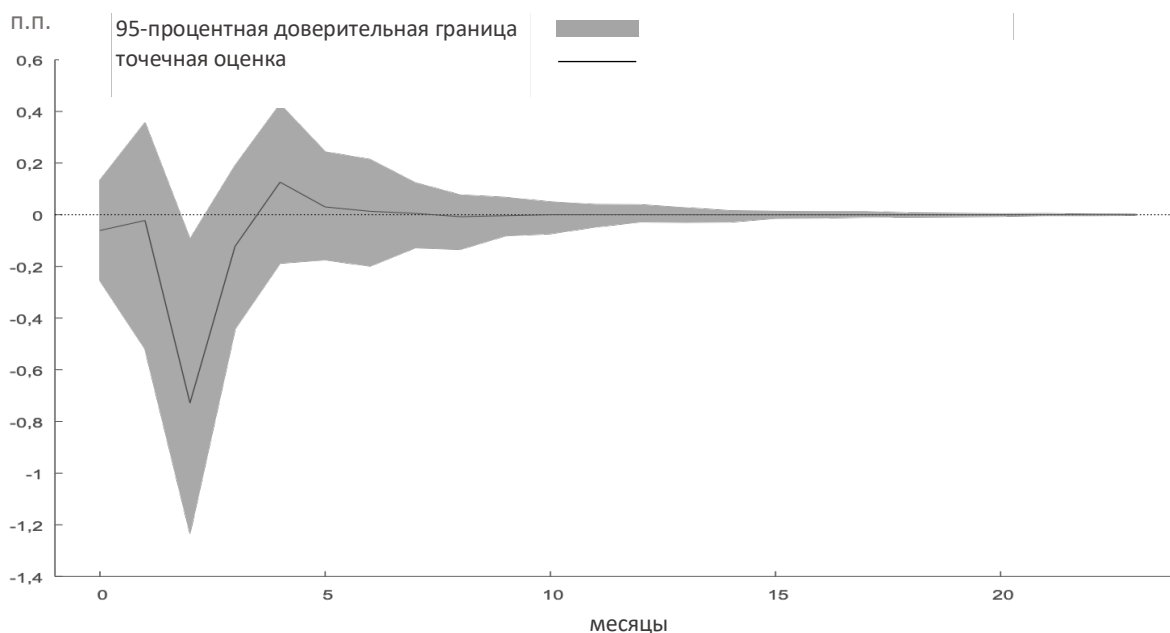
t – квартал соответствующего года;

n – количество лагов;

b, c, d, e – параметры модели;

ε – ошибка (остаток) при модели.

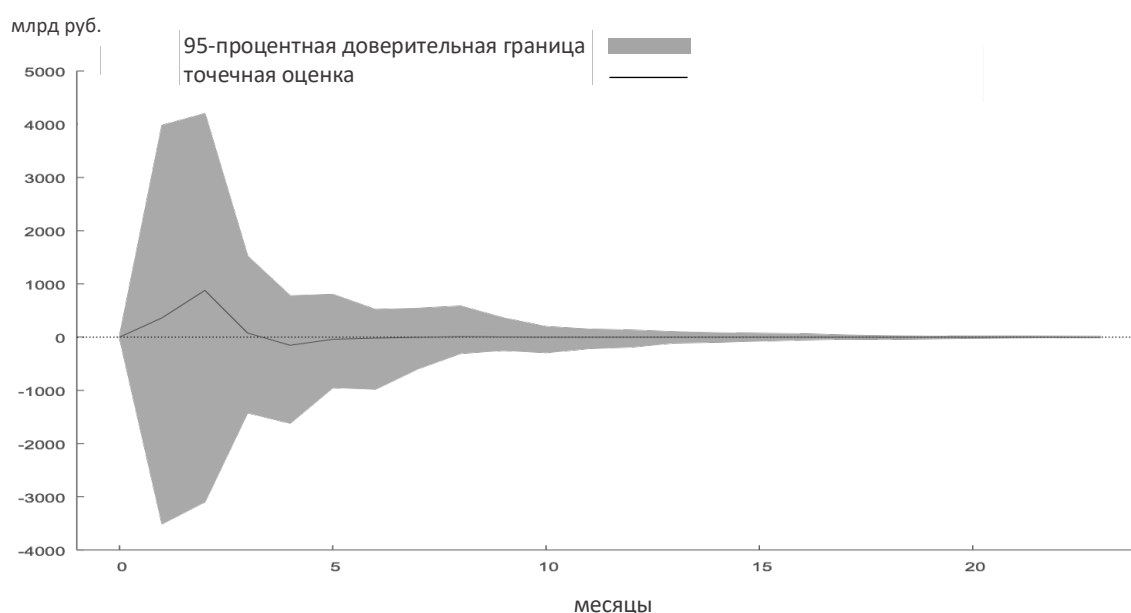
После оценки и тестирования базовой VAR были смоделированы функции импульсного отклика, демонстрирующие реакцию одного показателя на шоковое изменение другого. Графики функций импульсного отклика приведены на рисунках 6 и 7.



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Импульсный отклик инфляции на единичный шок расходов консолидированного бюджета в процентных пунктах

Функция импульсного отклика инфляции как показателя, отражающего результат проведения денежно-кредитной политики, на шоковое изменение показателя расходов консолидированного бюджета демонстрирует наличие существенного реакционного изменения. Реакция монетарной политики на применение фискальных инструментов характеризуется как существенная. Согласно рисунку 6 шок расходов консолидированного бюджета в среднем влияет на изменение CPI на 0,8%. При этом возвращение инфляции в исходное положение происходит в течение пяти месяцев, что соответствует среднему периоду лага трансмиссии решений по денежно-кредитной политике.



Источник: составлено автором.

Рисунок 7 – Импульсный отклик шок расходов консолидированного бюджета на единичный шок инфляции

Функция импульсного отклика расходов консолидированного бюджета на шоковое изменение инфляции не имеет такой заметной реакции, что видно на рисунке 7. Это обусловлено тем, что объем государственных расходов связан с исполнением бюджетных обязательств. Анализ импульсного отклика говорит о том, что купирование шоков со стороны бюджетной политики происходит в рамках пяти месяцев. Указанный инструмент может быть использован Банком России для повышения качества согласованности денежно-кредитной и бюджетной политики. Такое повышение уровня согласованности инструментов позволит обеспечить условия для долгосрочного и устойчивого экономического роста с минимизацией рисков для макроэкономической и финансовой стабильности.

III Заключение

В результате проведенного исследования достигнута поставленная цель – усовершенствованы теоретико-методические положения и разработаны научно-обоснованные предложения по совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики в условиях режима инфляционного таргетирования с учетом российской и зарубежной практики. Результаты исследования и предложения по совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики должны способствовать, в том числе:

- дальнейшему развитию онтологического, гносеологического и аксиологического фундамента основных теоретических категорий, ставших объектом рассмотрения исследования;
- повышению качества анализа эффектов от применения инструментов денежно-кредитной политики в зависимости от особенностей и тенденций экономической конъюнктуры;
- качественному развитию подходов к оценке влияния денежного рынка на действенность операционного механизма денежно-кредитной политики;
- развитию долгосрочных источников финансирования в целях создания условия для устойчивого долгосрочного экономического роста с учетом минимизации негативного и дестабилизирующего влияния инфляционных процессов;
- развитию инструментов денежно-кредитной политики, направленных на минимизацию рисков возникновения дисбаланса ликвидности банковского сектора в операционном механизме денежно-кредитной политики в связи с введением в обращение цифровых валют центральных банков;
- расширению возможностей по повышению качества операционного механизма денежно-кредитной политики посредством сближения процентных ставок по рыночным операциям коммерческих банков с ключевой ставкой на разных сроках.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Аниканов, Е.И. Оценка эффектов передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России / Е.И. Аниканов, С.Е. Дубова // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 2. – С. 9-15. – ISSN 2658-3917.

2. Аниканов, Е.И. Взгляд на природу цифровых валют центральных банков и их влияние на денежно-кредитную политику / Е.И. Аниканов, С.Е. Дубова // Банковские услуги. – 2023. – № 11. – С. 17-25. – ISSN 2658-3917.

3. Аниканов, Е.И. Ясность коммуникаций как необходимое условие результативности денежно-кредитной политики в условиях инфляционного таргетирования / Е.И. Аниканов, С.Е. Дубова // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 3. – С. 37-42. – ISSN 2658-3917.

4. Аниканов, Е.И. Оценка согласованности денежно-кредитной и бюджетной политики в России / Е.И. Аниканов // Научно-практический, теоретический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения». – 2024. – № 4. Том 6. – С. 135-142. – ISSN 2227-3891. – Текст : электронный. – DOI: 10.36871/ek.up.p.r.2024.04.06.017. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=67856246>.

5. Аниканов, Е.И. Операционный механизм денежно-кредитной политики: теоретические основы и принципы реализации / Е.И. Аниканов, С.Е. Дубова // Банковское дело. – 2025. – № 4. – С. 22-26. – ISSN 2071-4904.

Публикации в других научных изданиях:

6. Аниканов, Е.И. Финансовые рынки и банки в трансформирующемся мире (параграф 1.5. Неконвенциональные инструменты денежно-кредитной политики в условиях выхода из мирового финансового кризиса: зарубежный и российский опыт) : монография / Е.И. Аниканов, Л.Н. Андрианова, И.Е. Шакер [и др.] ; под редакцией Л.Н. Андриановой, И.Е. Шакер. – Москва : Кнорус, 2022. – 178 с. – Тираж отсутствует. – ISBN 978-5-406-09527-0.