

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

На правах рукописи

Хайруллин Ильсаф Фанисович

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ
ИНСТРУМЕНТАРИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ СТРУКТУРНОЙ
ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИКИ РОССИИ

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Абрамова Марина Александровна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2026

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Теоретические основы денежно-кредитной политики и ее роль в макроэкономическом регулировании национальной экономики	14
1.1 Генезис концепций денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики в XX-XXI вв.	14
1.2 Теоретический базис формирования и реализации современной денежно-кредитной политики на основе совокупности функционального, институционального, экономического и нормативно-правового подходов	28
1.3 Содержание структурной трансформации экономики и необходимых денежно-кредитных условий ее эффективного проведения	48
Глава 2 Сравнительный анализ применения инструментария денежно-кредитной политики в России и в зарубежных странах	60
2.1 Особенности формирования и реализации денежно-кредитной политики и применения ее инструментария на современном этапе развития российской экономики	60
2.2 Опыт зарубежных центральных банков по проведению денежно-кредитной политики и использования ее инструментария в условиях макроэкономических шоков.....	89
2.3 Необходимость и возможность координации денежно-кредитных и бюджетно-налоговых инструментов в целях обеспечения структурной трансформации экономики.....	104
Глава 3 Направления совершенствования инструментария единой государственной денежно–кредитной политики в контексте эффектов структурной трансформации экономики.....	119
3.1 Методика оценки качества денежно-кредитной политики	119

3.2 Повышение прозрачности деятельности Банка России как фактор укрепления доверия к институту центрального банка в условиях структурной трансформации экономики.....	132
3.3 Разработка предложений и рекомендаций по совершенствованию отдельных инструментов денежно-кредитной политики в контексте эффектов структурной трансформации российской экономики.....	144
Заключение	153
Список литературы	159
Приложение А Концепции денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики в XX–XXI вв.	185
Приложение Б Совершенствование коммуникаций по денежно-кредитной политике Банка России	187
Приложение В Каналы влияния бюджетной политики на денежно-кредитную политику и на процесс структурной трансформации экономики	188
Приложение Г Меры денежно-кредитной политики зарубежных стран в кризис 2020 года	189
Приложение Д Применение специализированных механизмов рефинансирования в период 2022-2024 гг.	190
Приложение Е Оценка качества денежно-кредитной политики Российской Федерации.....	192
Приложение Ж Оценка качества денежно-кредитной политики зарубежных стран	195

Введение

Актуальность темы исследования. Текущие макроэкономические условия характеризуются возросшей волатильностью на национальном и мировом финансовых рынках, стремительным развитием процесса цифровизации и финтеха, сохраняющимся уровнем инфляции в России выше установленного таргета, усилением геополитической напряженности, введением санкций, оказывающих значительное влияние на российскую экономику.

Отмеченные особенности макроэкономических условий ставят вопрос о глубине и продолжительности структурных изменений в экономике России, о влиянии на них существующего трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (далее – ДКП), а также об эффективности применяемого инструментария ДКП. В связи с этим актуальным является решение важной научной задачи, имеющей практическое значение: оценка взаимного влияния структурной трансформации национальной экономики и эффективности применяемого инструментария ДКП для определения направлений его совершенствования в целях обеспечения устойчивого экономического роста в сложных макроэкономических условиях.

Решение данной научной проблемы предполагает:

- развитие теории денежно-кредитного регулирования и ДКП с учетом текущих геополитических и макроэкономических тенденций;
- анализ влияния структурной трансформации экономики на формирование и реализацию ДКП и развитие ее инструментария;
- определение направлений совершенствования основных инструментов ДКП в целях повышения результативности макроэкономической политики Российской Федерации, в том числе политики структурной трансформации национальной экономики.

Степень разработанности темы исследования. Имеющаяся научная база, посвященная исследованию актуальных вопросов современной ДКП и ее

инструментария, развитию теоретических и практических аспектов структурной трансформации экономики, включает широкий круг работ зарубежных и отечественных ученых.

Вопросы формирования и реализации ДКП занимают важное место в исследованиях и научных трудах как зарубежных (Акерлоф Дж., Бернанке Б., Бланшар О., Домар Е., Йеллен Д., Кейнс Дж., Кларк Д., Лагос Р., Линдбек А., Лукас Р., Маккалум Б., Мэнкью Г., Маршал А., Мински Х., Пигу А., Райт Р., Ромер Д., Рошето Г., Самуэльсон П., Стиглиц Дж., Тейлор Дж., Уильямс С., Филлипс П., Фишер И., Фишер С., Фридман М., Хикс Дж., Шэкл Д. и многих других), так и российских исследователей (Абрамова М.А., Булатов А.С., Гребенников П.И., Зверева В.А., Картаев Ф.С., Кульков В.М., Леусский А.И., Лымарь М.С., Максимова В.Ф., Пеникас Г.И., Серегина С.Ф., Скуратова А.В., Тарасевич Л.С., Тулин Д.В., Юдаева К.В. и др.).

Проблемы работы ряда инструментов ДКП и их эффектов освещены в исследованиях зарубежных (Аль-Машат Р.А., Ахмеда Абу Бакр Ф., Гератса П., Госселина М.А., Динсера Н.) и российских авторов (Евстигнеева А.Г., Зеленева Е.С., Картаев Ф.С., Киюцевская А.М., Клепацкий Д., Магжанов Т.Р., Мещеряков А.Н., Могилат А.Н., Моисеев С.Р., Господарчук Г.Г., Щадилова Ю.Г., Яцык О.Б.).

Научная разработанность проблематики структурной трансформации экономики обусловлена работами зарубежных (Аджемоглу Д., Валентини А., Кругман П., Кузнец С., Льюис У., Робинсон Д., Роджерсон Р., Родрик Д., Стиглиц Дж., Херендорф Б.) и российских авторов (Буклемишев О.В., Данилов Ю.А., Ершова М.В., Любимова И.Л., Мау В.А., Смирнова Ж.И., Стырин К.А.).

Существующие исследования в основном сосредоточены на проработке отдельных аспектов регулирования монетарной сферы и проблем современной ДКП. Вместе с тем, вопросы взаимного влияния применяемого инструментария ДКП и структурной трансформации российской экономики носят в основном фрагментарный характер. Недостаточная степень

изученности особенностей проведения ДКП в условиях структурной трансформации национальной экономики как одной из актуальных и перспективных тем исследований Банка России¹⁾ обусловили цель и задачи диссертационного исследования.

Цель и задачи исследования. Целью исследования выступает развитие существующих теоретико-методических положений в области теории и практики ДКП, ориентированной на структурные изменения экономики, и разработка на этой основе научно-обоснованных практических рекомендаций по совершенствованию инструментария современной ДКП в целях содействия структурной трансформации экономики Российской Федерации.

Достижение цели основывается на решении следующих **задач**:

- уточнить современное понимание ДКП на основе анализа теоретического базиса ее формирования и реализации с учетом функционального, институционального, экономического и нормативно-правового подходов в их совокупности;
- разработать современную классификацию инструментов ДКП с уточнением цели их применения;
- предложить и апробировать подход к основным направлениям координации инструментов денежно-кредитной и бюджетной политик в зависимости от фазы структурной трансформации экономики;
- разработать методику оценки качества проводимой ДКП и ее инструментария для анализа соответствия проводимой ДКП и ее инструментария актуальным условиям и вызовам современности;
- сформулировать комплекс методических и организационных рекомендаций по повышению качества ДКП и совершенствованию ее инструментария в целях создания необходимых условий структурной

¹⁾ Информационный материал «Направления экономических исследований в Банке России в 2026 – 2028 годах» / Банк России: официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59629/research_russia_2026-2028.pdf (дата обращения: 08.03.2026).

трансформации экономики и устойчивого экономического развития Российской Федерации.

Объектом исследования является современная ДКП в контексте ее влияния на структурную трансформацию экономики.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе формирования, реализации и совершенствования инструментария современной ДКП.

Область исследования 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 развитии на основе анализа российского и зарубежного опыта теоретических представлений об инструментарии современной ДКП, а также в разработке теоретико-методических положений по совершенствованию отдельных инструментов ДКП в целях достижения структурной трансформации российской экономики, создающей условия для ее устойчивого экономического роста.

Положения, выносимые на защиту:

1) На основе расширенной научно-обоснованной трактовки теоретического базиса формирования и реализации ДКП как совокупности функционального, институционального, экономического и нормативно-правового подходов (С. 28-48) *уточнено современное понимание ДКП, в отличие от существующих определений акцентирующее ее целеполагание на повышение благосостояния граждан и устойчивый экономический рост, а также расширяющее объекты воздействия ДКП на доверие экономических агентов.* Элементами научной новизны данного определения является расширение объектов воздействия ДКП на доверие экономических агентов, а также необходимость адаптации применяемых инструментов ДКП с учетом поведенческих факторов и внешних

шоков (С. 32-33).

2) *Разработана современная классификация инструментов ДКП, основанная на дифференциации их целевого назначения с учетом воздействия на денежно-кредитные условия и макроэкономические процессы (С. 34-45).*

3) *Предложен и апробирован подход к основным направлениям координации инструментов денежно-кредитной и бюджетной политик в зависимости от фазы структурной трансформации экономики для минимизации возможных макроэкономических дисбалансов и создания благоприятных условий для адаптации компаний к меняющимся условиям (С. 53-59; 105-117).*

4) *Разработаны уточненные и апробированные методические подходы к оценке качества ДКП с использованием предложенных в исследовании критериев и расчетом сводного индекса качества ДКП для анализа соответствия проводимой ДКП и ее инструментария актуальным условиям и вызовам современности. (С. 119-132). В рамках предложенной методологии сформулировано авторское определение качества ДКП, определены принципы его оценки, а также обоснована концепция надлежащей прозрачности ДКП центральных банков и методика ее количественной оценки как неотъемлемого элемента анализа качества проводимой политики (С. 119-123).*

5) *Сформулирован комплекс методических и организационных рекомендаций, направленных на совершенствование инструментария ДКП в контексте структурной адаптации российской экономики. В части повышения прозрачности Банка России как ключевого фактора укрепления доверия в условиях структурной трансформации экономики предлагается:*

- 1) учреждение Комитета по ДКП с включением внешних экспертов;
- 2) развитие новых направлений коммуникаций с населением, бизнесом и профессиональной аудиторией (С.135-146). В контексте применения инструментов ДКП в целях создания благоприятных условий для проведения структурной трансформации экономики предлагается:

1) Банку России разработать стратегический документ «О политике Банка России в период структурной трансформации экономики»; 2) Правительству Российской Федерации и Банку России усилить согласованность применения инструментов бюджетной и ДКП; 3) повысить эффекты операционной процедуры ДКП на основе применения искусственного интеллекта в рамках прогнозирования спроса на ликвидность и моделирование поведения экономических агентов в условиях макроэкономических шоков; 4) совершенствовать применение специализированных инструментов рефинансирования путем увеличения срока предоставляемых кредитов и расширения пула залогового обеспечения облигациями субъектов Российской Федерации с высоким кредитным рейтингом (С.146-153).

Теоретическая значимость работы состоит в расширении теоретико-методического базиса современной ДКП в условиях возросшей неопределенности и решении научной задачи по развитию инструментария ДКП, повышающего ее качество в целях достижения структурной трансформации российской экономики. Основные положения и результаты диссертации вносят вклад в теорию денежно-кредитного регулирования, ДКП и ее трансмиссионного механизма, позволяют по-новому взглянуть на возможности и эффекты применения инструментария ДКП с точки зрения его воздействия на макроэкономические процессы, в том числе, процессы структурной трансформации национальной экономики.

Практическая значимость работы заключается в возможности использования разработанных предложений и рекомендаций в деятельности Банка России и Правительства Российской Федерации для повышения эффективности инструментария ДКП, Счетной палаты Российской Федерации в контексте оценки результатов современной ДКП, а также в деятельности органов государственной (муниципальной) власти в части совершенствования экономической политики на макро- и мезоуровне.

Методология и методы исследования. Методологическую основу исследования составляют научные труды российских и зарубежных ученых по вопросам ДКП и работы ее инструментов, структурной трансформации экономики и координации инструментов бюджетной и ДКП. В рамках проведения исследования применялись методы системного и сравнительного анализа, анализа и синтеза, структурного и факторного анализа, проведен терминологический анализ понятий и категорий, агрегирование и абстрагирование, индукция и дедукция. На эмпирическом уровне использовался статистический, корреляционный, векторный, регрессионный, факторный анализ и балльный метод. Анализ, графическое и эконометрическое моделирование проводились с использованием MS Office, R и Python.

Информационную базу исследования составили нормативные правовые акты и рекомендательные документы Банка России, аналитические отчеты, обзоры Банка России по ДКП, данные Федеральной службы государственной статистики и Министерства финансов Российской Федерации. Также использованы данные зарубежных источников, в том числе исследования центральных банков Англии, Германии, Чехии, Турции, Бразилии, Чили, Казахстана и Японии, Федеральной резервной системы США, Международного валютного фонда, Всемирного банка, Банка международных расчетов, данные статистических органов Казахстана, Бразилии и Чили.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов исследования подтверждается использованием общенаучных методов, анализом широкого круга источников информации. Работа основывается на официальных данных Росстата, Банка России, Минфина России, монетарных и фискальных властей зарубежных стран и международных финансовых институтов.

Основные положения и результаты исследования докладывались и получили одобрение: на Международной научно-практической конференции

«Трансформация финансовых рынков и банков: финансирование приоритетных направлений экономического развития» (Москва, Финансовый университет, 1 марта 2024 г.); на Конференции, посвященной 105-летию Финансового университета «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финансовый университет, 28 марта 2024 г.); на XIII Международном конкурсе научных работ студентов и аспирантов (Москва, Финансовый университет, 24 апреля 2024 г.); на IX Всероссийской научно-практической конференции «Экономика отраслевых рынков: формирование, практика и развитие» (Москва, РУАН имени Г.Б. Мирзоева, Университет науки и технологий МИСИС, 24-25 января 2025 г.); на XIV Международном конкурсе научных работ студентов и аспирантов (Москва, Финансовый университет, 24 апреля 2025 г.); на Научно-практической межвузовской конференция по актуальным вопросам современной денежно-кредитной политики (Москва, Финансовый университет, 30 марта 2026 г.).

Результаты исследования используются Департаментом мониторинга Единого плана Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации (далее – Департамент): в частности, принята для апробации разработанная в диссертации методика оценки качества ДКП с точки зрения оценки ее вклада в достижение национальных целей развития Российской Федерации. Результаты исследования применяются для анализа плановых значений показателей Единого плана по достижению национальных целей развития Российской Федерации до 2030 года и на перспективу до 2036 года. Так, описанные изменения функционирования валютного канала трансмиссионного механизма ДКП учитываются в рамках мониторинга показателя «Доля импорта товаров и услуг в структуре ВВП» национальной цели развития «Устойчивая и динамичная экономика». В контексте данной национальной цели в части оценки достижения показателей «Темпы роста ВВП» и «Объем капитализации фондового рынка относительно ВВП», принимается во внимание

необходимость проведения жесткой ДКП в условиях структурной адаптации российской экономики (в том числе, из-за смещения нейтральной ставки в большую сторону). Обоснование места и роли отдельных инструментов операционной процедуры ДКП в общей системе инструментария ДКП позволяет точнее интерпретировать цели и специфику их применения при анализе эффектов реализации политики и ее воздействия на макроэкономические процессы в Российской Федерации. Выводы и основные положения диссертации, применяемые в практической деятельности Департамента, позволили повысить качество подготавливаемых информационно-аналитических материалов, обеспечив их более глубокую научную и методическую проработку.

Полученные результаты исследования в части предложений по координации денежно-кредитной и бюджетной политик в зависимости от фаз структурной трансформации российской экономики также используются в практической деятельности Исполнительного комитета Дрожжановского муниципального района Республики Татарстан, а именно: при составлении экономического прогноза и бюджета муниципального района на очередной финансовый год и плановый период учитываются возможные риски, возникающие при недостаточной координации инструментов бюджетной и ДКП. Учет данных рисков с целью их митигации способствует формированию более обоснованной и эффективной финансовой политики Дрожжановского муниципального района.

Материалы исследования используются Кафедрой банковского дела и монетарного регулирования Финансового факультета ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в учебном процессе в преподавании учебной дисциплины «Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и результаты исследования отражены в 5 работах общим объемом 5,29 п.л. (весь объем авторский), опубликованных 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, включающего 199 наименований, и 7 приложений. Текст диссертации изложен на 197 страницах, содержит 23 таблицы и 43 рисунка.

Глава 1

Теоретические основы денежно-кредитной политики и ее роль в макроэкономическом регулировании национальной экономики

1.1 Генезис концепций денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики в XX-XXI вв.

Важной основой реализации государственной экономической политики является денежно-кредитное регулирование и стимулирование экономического развития. Денежно-кредитное регулирование представляет собой совокупность мероприятий, воздействующих на состояние и тенденции изменения денежно-кредитных отношений. Отождествление данного понятия с ДКП не вполне корректно, поскольку ДКП как часть экономической политики государства имеет конечную цель, аналогичную цели государственной экономической политике: обеспечение макроэкономического равновесия при оптимальных для данной страны темпах экономического роста, а денежно-кредитное регулирование предполагает непосредственное воздействие на монетарную сферу и затем - на макроэкономические процессы.

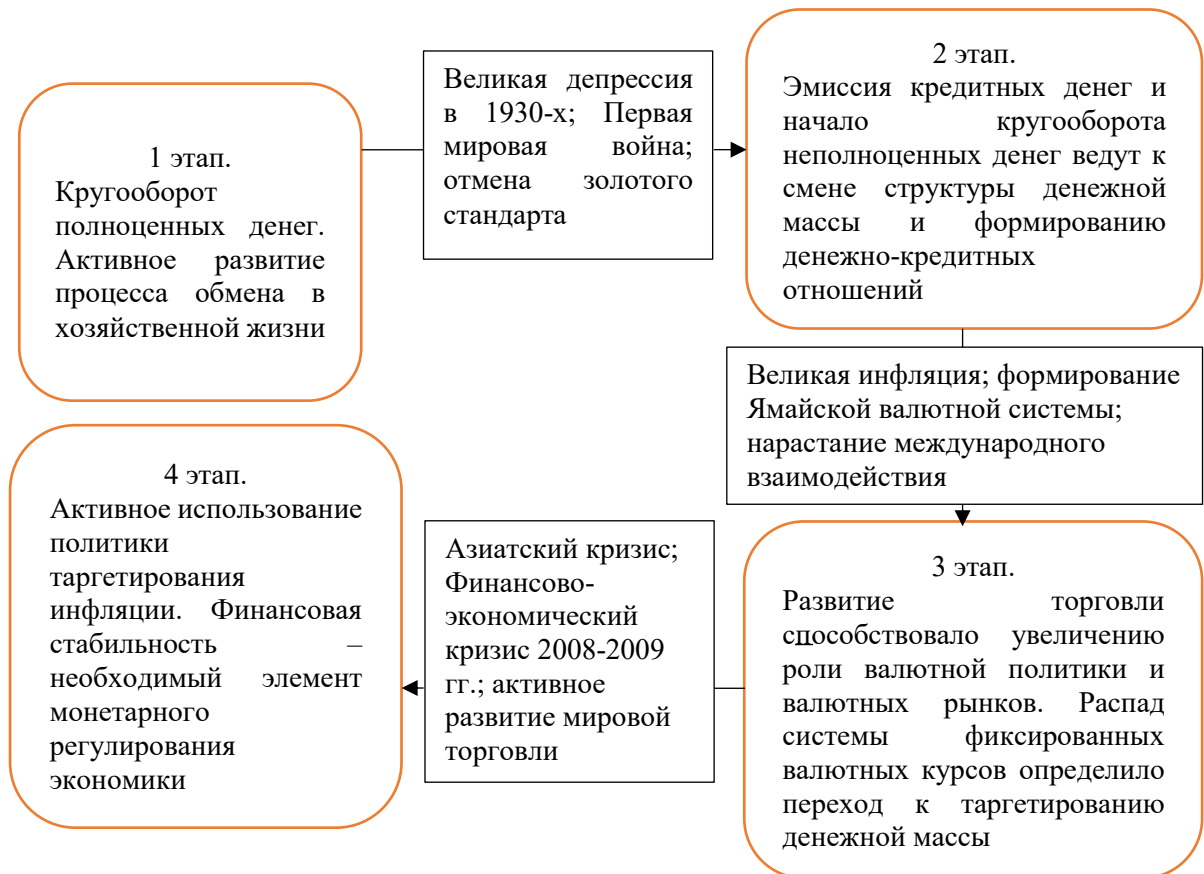
В свою очередь, денежно-кредитное стимулирование экономического развития является одним из направлений денежно-кредитного регулирования, проводимым с целью стимулирования экономической активности через изменение денежно-кредитных условий. При этом денежно-кредитное регулирование и стимулирование экономического развития предполагают активную роль институционального субъекта. Именно эта роль государства как регулятора экономических процессов стала предметом фундаментальной теоретической дискуссии. Так, в работах критиков классической экономической школы (например, кейнсианства, неокейнсианства) [26; 27; 97; 168] зародилась и утвердилась идея о существенной роли государства в

регулировании экономических процессов.

При этом каждый кризис усиливает дискуссии об эффективности инструментов государственного регулирования экономических процессов, в том числе, инструментов денежно-кредитного регулирования.

В настоящее время одной из основных задач развития как мировой экономики, так и экономики России является разработка долгосрочных направлений и концепций денежно-кредитного регулирования национальной экономики, способных в условиях возросшей волатильности на национальных и мировых финансовых рынках, стремительного процесса развития новых технологий, в том числе финтеха, а также усиления геополитической напряженности обеспечить надлежащее применение инструментов ДКП [153], которые, как показывает практика, должны быть скоординированы с финансовыми (бюджетно-налоговыми) инструментами регулирования экономики и направлены не только на обеспечение ценовой стабильности, но и на создание условий для устойчивого роста национальной экономики [47].

Проведенный анализ научных публикаций, затрагивающих вопросы денежно-кредитного регулирования, в том числе стимулирования экономики, [25-28; 33; 34; 42; 77-79; 107; 134; 145; 150; 152 и др.] позволил провести периодизацию концепций денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономического развития в XX-XXI вв., которая представлена в приложении А. Данная периодизация на рисунке 1.1 проведена на основе осмысления этапов развития монетарных (денежно-кредитных и валютных) отношений и факторов, определяющих переход от одного этапа к другому с учетом наиболее значимых изменений общественно-экономических отношений.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.1 – Этапы развития монетарной сферы

Рисунок 1.1 демонстрирует авторское понимание смены этапов развития монетарных отношений, происходящее под влиянием геополитических, финансово-экономических и социальных факторов.

Рассмотренные выше этапы развития денежно-кредитной сферы сопровождались формированием различных концепций денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики XX-XXI вв. Описание концепций приведены в приложении А.

Первый этап развития денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики в XX-XXI вв. пришелся на период с начала XX в. до 1930-гг. Данный исторический этап ознаменовался двумя научными школами: продолжением развития классической и неоклассической экономической школы. Представители данных экономических школ (Маршал А., Кларк Д., Фишер И., Пигу А. и др.) выдвигали идею о минимальном государственном вмешательстве в экономику, в том числе в рамках денежно-кредитного воздействия [33].

В эконометрических моделях, описывающих функционирование рынков на данном этапе, предполагается совершенная гибкость цен и заработных плат. Деньги являются нейтральными, то есть изменения денежной массы не оказывают воздействия на рынок благ и труда, поэтому монетарная политика считается неэффективной с точки зрения воздействия на экономику. Рынок сам реагирует на внешние шоки и достигает равновесия через изменения совокупного спроса и предложения [28].

События начала XX вв. (Первая мировая война, крах золотого стандарта) поспособствовали развитию второго этапа денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики (с 1930-1950 гг. кейнсианская концепция [27] и 1950-1970 гг. неоклассический синтез [25; 155]). Великая депрессия заложила основу для пересмотра роли государства в экономических процессах.

Зародившаяся в ту пору экономическая школа Дж. М. Кейнса предлагала альтернативу классической экономической теории, в рамках которой констатировалось, что свободный рынок способен автоматически поддерживать экономическую стабильность. Кейнс утверждал, что свободный рыночный механизм не может самостоятельно обеспечить полную занятость и стабильный экономический рост, и что государство должно активно вмешиваться в экономику для ее стабилизации и обеспечения роста [26]. В трудах Дж. М. Кейнса также четко прослеживается приоритет бюджетного регулирования и стимулирования экономики по сравнению с денежно-кредитным регулированием, которое, по мнению Дж. М. Кейнса, должно было лишь обеспечивать поддержание уровня процентных ставок в экономике, необходимых для обеспечения правительством темпов экономического роста.

Представители неоклассического синтеза (Дж. Р. Хикс., П. Филлипс, П. Самуэльсон) дополнили кейнсианскую теорию, сохранив идею о главенствующем положении бюджетных инструментов в регулировании национальной экономики.

Первой теорией, предложенной в качестве альтернативы кейнсианской доктрине управления совокупным спросом и «тонкой настройки», была концепция монетаризма [126], что обусловило развитие третьего этапа денежно-кредитного регулирования экономики (1970-1990 гг. – монетаризм, новая классическая школа и новое кейнсианство).

Основоположник данной теории, М. Фридман, предлагал достаточно простой рецепт управления экономикой: при правильном управлении денежным предложением возможно сгладить возникновение рецессий и обеспечить экономический рост [126]. Он полагал, что основной ошибкой кейнсианской политики является недооценка значимости и роли денежной массы. В отличие от Дж. Кейнса, который придавал большое значение налогово-бюджетной политике, М. Фридман и его сторонники утверждали, что причиной продолжительных экономических спадов, включая Великую депрессию являлось «неправильное» управление денежной массой [150]. Они опирались на свою концепцию естественного уровня безработицы и выступали за политику невмешательства государства в экономику.

Инфляционные ожидания имеют особое значение для понимания и управления инфляцией в денежной теории М. Фридмана. Он основывал свою теорию на так называемом «эффекте храповика», полагая, что ожидания потребителей и производителей относительно будущего уровня инфляции могут существенно влиять на их текущее поведение.

Борьба с инфляцией определяется одной из главных задач монетарных властей в работах М. Фридмана, так как именно инфляция являлась ключевой переменной экономических процессов [127]. Также он отмечал, что рост цен является скрытым налогом, вызванным неконтролируемым желанием правительства печатать больше денег, что приводит к еще большей инфляции.

Центральные банки многих стран мира начали использовать показатели денежных агрегатов в своих экономических моделях при оценке экономического положения и выстраивании экономических прогнозов. С

середины 60-х годов XX века Федеральная резервная система США (далее – ФРС США) начала мониторить показатели денежных агрегатов для оценки эффективности проводимых интервенций на рынке казначейских облигаций.

После распада Бреттон-Вудской системы в 1971 году сфера распространения концепции монетаризма только расширилась, так как многие центральные банки начали отказываться от политики фиксированного валютного курса.

Появление традиции создания простых моделей, объясняющих поведение центральных банков, также связывают с эпохой монетаризма. Чикагская школа (Г. Саймон и М. Фридман) делала акцент на определении четких, стабильных и законодательно закрепленных «правил игры» для органов, регулирующих денежно-кредитную сферу [42]. Среди наиболее известных правил, получивших названия по именам своих создателей, можно выделить правило И. Фишера [40] (связь между предложением денег и отклонением инфляции от целевого показателя), правило Б. Маккаллума [148] (связь между экономической активностью, показателем инфляции и ее отклонения от целевого уровня позволяет определить, какие изменения в денежном предложении необходимы для достижения целевого уровня инфляции) и, безусловно, правило М. Фридмана (денежное предложение должно увеличиваться с постоянной скоростью для поддержания стабильного уровня цен).

Первые исследования, посвященные работе правил денежно-кредитного регулирования национальной экономики, основное внимание уделяли изменениям показателей банковского резервирования и денежным агрегатам, тогда как краткосрочная ставка процента играла второстепенную роль (или не играла вовсе). Объяснений этому несколько: во-первых, действием правила Фишера; во-вторых, политика по управлению денежной массой с помощью мониторинга денежных агрегатов в 1970-1980-е годы была наиболее актуальной; в-третьих, считалось, что политика таргетирования процентных ставок может привести к неопределенности в уровне цен.

Несмотря на то, что правило М. Фридмана практически полностью утратило сегодня свою актуальность, его подход к использованию современных принципов формирования целей и задач ДКП на сегодняшний день является значимым. Более того, правила И. Фишера и Дж. Тейлора являются одними из самых часто применяемых методов денежно-кредитного регулирования и его влияния на социально-экономическое развитие страны.

Представитель новой классической школы, Р. Лукас, разработал теорию рациональных ожиданий, что заставило пересмотреть макроэкономическую теорию Дж. Кейнса и М. Фридмана. Главной его идеей было то, что при принятии решений монетарные власти должны учитывать ожидания рынков, компаний и населения. Например, инфляционные ожидания (о чем также упоминал М. Фридман), которые на сегодняшний день являются ключевым индикатором при принятии решений о процентных ставках [143].

По мнению Р. Лукаса, в краткосрочном горизонте ДКП, направленная на стимулирование совокупного спроса, приводит одновременно к росту цен, тогда как в долгосрочной перспективе увеличение денежной массы также приводит к росту уровня инфляции, но не увеличивает при этом совокупный объем выпуска. То есть, в долгосрочной перспективе проведение политики денежно-кредитного стимулирования не влияет на рост объемов производства [144].

Развитие новой кейнсианской школы также относится к третьему этапу развития денежно-кредитного регулирования национальной экономики. Представители данного направления (Г. Мэнкью, Д. Ромер, Дж. Стиглиц, А. Линдбек, С. Фишер, О. Бланшар, Б. Бернанке, Дж. Тейлор) [19; 22; 135; 146; 166 и др.] дали дополнительные рациональные обоснования необходимости государственного вмешательства в экономику посредством проведения антициклической денежно-кредитной и фискальной политики.

Одним из направлений исследований несовершенства работы рынков является анализ заработной платы и рынка труда. Теория «эффективной заработной платы» опровергает идею классической экономической школы: избыток

предложения на рынке труда будет способствовать снижению уровня заработных плат, поэтому у государства нет необходимости регулировать безработицу через государственное вмешательство. Дж. Акерлоф и Д. Йеллен в своих работах [96; 97] объясняют причины появления вынужденной безработицы и исследуют психологические обоснования установления заработных плат. Они утверждали, что при снижении уровня заработных плат в экономике люди могут просто «переждать» эти моменты, не считая справедливой текущую цену за свой труд.

Также, необходимость государственного вмешательства была доказана Г. Мэнкью - «издержками меню» (затраты, связанные с изменением цен на продукцию фирмы и приводящими к изменению макроэкономических индикаторов). Согласно данной теории, небольшие изменения цен, происходящие из-за роста издержек, например, связанных с печатанием новых «меню», могут привести к несинхронизированной подстройке цен. Данный процесс распределяет подстройку цен во времени и приводит к колебаниям ВВП. Иными словами, действия, которые осуществляются экономическими субъектами индивидуально, ведут к сильному агрегированному эффекту в экономике [146].

Особую роль в развитии практических подходов к применению ДКП не только в новокейнсианской школе, но и во всей макроэкономической науке оказал профессор Стэнфордского университета – Дж. Тейлор.

Когда эпоха монетаризма сменилась эпохой плавающего валютного курса и широкого распространения инфляционного таргетирования, на первое место вышло правило Дж. Тейлора - набор рекомендаций по управлению денежным предложением с целью достижения определенного уровня инфляции [165; 166]. Представим математические формулы данного правила (1.1) и (1.2)

$$r_t^* = rr + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma u_t, \quad (1.1)$$

$$r_t = (1-\rho) \cdot r_t^* + \rho r_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (1.2)$$

где rt – номинальная ставка процента;

ρ - коэффициент инерции монетарной политики;

π_t - инфляция;

π^* - цель по инфляции;

y_t - разрыв выпуска;

rr - долгосрочная ставка в условиях полной занятости и уровне инфляции, совпадающее с целевым показателем;

ε_t - шок монетарной политики.

Если выполняется принцип Дж. Тейлора (рост цен на 1% должен сопровождаться увеличением процентной ставки более чем на 1%), то есть $\beta > 1$, то (1.1) задает целевой уровень номинальной процентной ставки, способствующей элиминированию всплеска инфляции (дезинфляции).

Дж. Тейлор считал, что денежное предложение должно изменяться таким образом, чтобы инфляция оставалась на целевом уровне. Если инфляция выше целевого уровня, то денежное предложение должно быть уменьшено. И наоборот, если инфляция ниже целевого уровня, то денежное предложение должно быть увеличено. Необходимо отметить, что правило Дж. Тейлора в настоящее время признано в качестве эффективной формулы для принятия экономических решений, хотя для каждой страны оно проходит свою модификацию [166].

На стыке развития неоклассической и неокейнсианской экономической школы зародился широко применяемый на сегодняшний день режим ДКП – таргетирование инфляции как установление определенного значения инфляции в качестве целевого ориентира ДКП и использование инструментов денежно-кредитного регулирования для достижения этой цели.

Однако идея о возможности применения политики стабильности цен как главного ориентира политики центральных банков, появилась еще в конце XIX века. Шведский экономист К. Виксель (1851-1926 гг.) в 1896 году впервые озвучил эту идею [156]. Его мысль не вызвала большой поддержки у центральных банков до 1914 года, когда начались существенные «проблемы»

с золотым стандартом [78]. Первым центральным банком, использовавшим целевой ориентир по инфляции в своих стратегических документах, был шведский Риксбанк, который в 1931 году определил цель по инфляции.

К моменту перехода к политике инфляционного таргетирования экономическая наука уже имела академические исследования на эту тему, в том числе, работы М. Фридмана и Э. Фелпса, обнаружившими связь между инфляцией и инфляционными ожиданиями [136]. Высокая инфляция приводит к росту инфляционных ожиданий у компаний и населения, создавая при этом спираль «зарплаты – цены»: работники, думая об увеличении цен в будущем, требуют увеличить им зарплаты, что, в свою очередь, перекладывается в рост цен у производителей. В такой ситуации даже при высокой безработице высокие инфляционные ожидания приводят к инфляции. Проведение политики таргетирования инфляции как раз решает эту проблему. Необходимо также отметить, что реализация такой политики должно сопровождаться валютной политикой «свободного плавания» для минимизации внешнего влияния на экономику. При таком режиме валютное вмешательство должно проводиться для нивелирования излишних колебаний валютного рынка и рисков финансовой стабильности.

Активный переход к политике таргетирования инфляции другими странами происходил в конце XX века, начиная с Новой Зеландии. Первыми стали около десятка промышленно развитых стран, далее на такой режим ДКП начали переходить и развивающиеся страны, как показано в таблице 1.1.

Таблица 1.1 – Хронология внедрения режима инфляционного таргетирования по странам

Время	Страна или группа стран
1	2
1989 год	Новая Зеландия
1991 год	Канада
1992 год	Великобритания
1993 год	Австралия, Финляндия
1994 год	Испания, Перу

Продолжение таблицы 1.1

1	2
1997 год	Израиль, Чехия
1998 год	Южная Корея, Польша
1999 год	Еврозона, Чили, Бразилия
2000 год	ЮАР, Швейцария, Тайланд
2001 год	Мексика, Филиппины, Колумбия, Норвегия
2006 год	Турция, Сербия, Гана
2015 год	Россия и др.

Источник: составлено на основе [77] с авторскими дополнениями.

Причиной выбора такой политики для развитых стран являлся неудачный опыт следования политике таргетирования денежного предложения и фиксированных валютных курсов. А развивающиеся страны сменили режим ДКП под влиянием валютного кризиса, снижения эффективности политики таргетирования денежного предложения и развития программ стабилизации экономики с использованием режимов фиксированных валютных курсов.

Необходимо отметить, что, по данным Международного валютного фонда (далее – МВФ), в настоящее время такую политику проводит 47 стран [13].

Переход к политике таргетирования инфляции заставил центральные банки по-новому взглянуть на вопрос об открытости и прозрачности своей деятельности, так как открытость позволяет воздействовать на инфляционные ожидания населения и бизнеса, приближая эти ожидания к целевому уровню инфляции. Данное утверждение подтверждается рядом DSGE – моделей. В работе С. Евсепи и Б. Престон [122] представлена DSGE - модель, в которой центральный банк (в отличие от населения) обладает информацией о формировании номинальных процентных ставок. В статье подтверждается мысль о том, что при наличии информационной асимметрии невозможно стабилизировать инфляционные ожидания, просто объявив целевой уровень

инфляции. Необходимо также объяснить, каким образом будет достигнута эта цель.

Исследования С. Салли и других авторов [159] также показывают: чем более понятна и прозрачна цель центрального банка для экономических субъектов, тем лучше они могут адаптироваться к ней и, соответственно, тем эффективнее центральный банк может стабилизировать экономику. Повышение прозрачности действий центрального банка способствует улучшению работы механизма кредитно-денежной трансмиссии. В результате инфляция в среднем приближается к целевому уровню, а ее волатильность снижается [68].

Переход к четвертому этапу ознаменовался возрождением монетаристской концепции, которое пришлось на 2005-2010 годы, получив название – «новый монетаризм» (*New Monetarism, New Monetarist Economics, New Monetarist Approach*). Развитием монетаризма занимались как академики (например, профессор Нью-Йоркского университета Р. Лагос [139; 140] и профессор Калифорнийского университета Г. Рошето [157]), так и экономисты – практики, работавшие в ФРС США (С. Ульямс и Р. Райт [172; 173]).

Главная идея «нового монетаризма» – внедрение в концепцию монетаризма многих положений из области микроэкономики.

«Новый монетаризм» рассматривает иную версию кривой Б. Филлипса. Представители раннего монетаризма рассматривали данную кривую с учетом адаптивных инфляционных ожиданий: в краткосрочном периоде между ними существует обратная зависимость, тогда как в долгосрочном периоде под влиянием таких ожиданий данная зависимость исчезает. «Новый монетаризм» считает, что зависимость между инфляцией и безработицей практически отсутствует, так как инфляция определяется не только инфляционными ожиданиями населения, но и отклонением предельных издержек у производителей. Представители данной экономической школы учитывают институт денег и поведение экономических субъектов при заключении сделок для объяснения причин на микроуровне несовершенств рынков и

номинальных жесткостей.

Австрийская теория бизнес-циклов уделяла денежно-кредитному регулированию особое внимание, объясняя причины провалов рынка неэффективной политикой монетарных властей [152]. Центральные банки, стимулируя экономику, снижают процентные ставки, что побуждает коммерческие банки увеличивать кредитование экономических субъектов. Компании, получив кредиты по низким ставкам, начинают осуществлять ошибочные инвестиции, которые не имеют экономического смысла и ведут к увеличению фидуциарных денег, возникновению спекулятивных экономических пузырей и уменьшению сбережений. Осуществление «ошибочных инвестиций» ведет к спаду экономики. Депрессия является следующим этапом экономического цикла, во время которой предприятия банкротятся, а факторы производства возвращаются в реальные производства. В то же время, во время подъемов, по мнению австрийской экономической школы [145], стимулирующая ДКП приводит к росту цен, тогда как во времена спада в экономике банки вынуждены ужесточать требования для получения кредитов, что приводит к уменьшению денежной массы, вызывая подчас и дефляцию.

Посткейнсианская школа придерживалась иных точек зрения относительно экономических процессов, нежели новая кейнсианская экономическая школа, и стремилась сохранить и развить идеи, предложенные Дж. М. Кейнсом. Представители данной экономической школы (Е. Домар, Х. Мински, Д. Шэкл) [118; 134] считали, что деньги являются важнейшим инструментом воздействия на занятость и безработицу. Государству они отводили роль контролера за соблюдением форвардных контрактов, которые напрямую влияли на снижение финансовой и макроэкономической неопределенности. Они придавали деньгам особое значение, отмечая их роль в определении обязательств в форвардных контрактах и их исполнении [175]. Более того, они ввели понятие «денежная экономика» - экономика, в которой деньги являются не простым средством обмена, а целым институтом согласно

институциональной теории денег [83].

Представители кейнсианства и неоклассической экономической школы признавали, что денежная масса формируется центральными банками, то есть экзогенно, тогда как представители посткейнсианской школы считали, что денежная масса эндогенна. Данный процесс происходит через наращивание денежной массы крупными компаниями и банками как актив с целью приобретения основного капитала и наращивания инвестиционного потенциала [149].

Эндогенному наращиванию капитала способствуют открытия кредитных линий между крупными корпорациями, преобразование выданных кредитов в ценные бумаги с целью их последующей перепродажи. Такой подход, безусловно, снижает роль монетарных властей в макроэкономическом регулировании национальной экономики.

Таким образом, теория денежно-кредитного регулирования прошла длительный путь эволюции, простые макроэкономические модели дополнялись микроэкономическими, а также положениями поведенческой экономики (теория рациональных ожиданий).

На сегодняшний день нет единой научной концепции денежно-кредитного регулирования, которая лежит в основе проводимой Банком России ДКП. При принятии решений используются различные макроэкономические модели, разработанные представителями различных экономических школ. Например, правило Тейлора, используемая при принятии решений по ключевой ставке, разработана представителем новокейнсианской школы, тогда как теория рациональных ожиданий широко популяризирована Р. Лукасом, - представителем новой классической школы.

Нельзя не согласиться с О. Бланшаром [22], отмечавшим, что на сегодняшний день большинство макроэкономистов едины во мнении, что ДКП является действенным инструментом воздействия на ВВП в краткосрочном периоде, но не в среднесрочном или долгосрочном периодах. Связано это с тем, что в краткосрочном периоде рост денежной массы

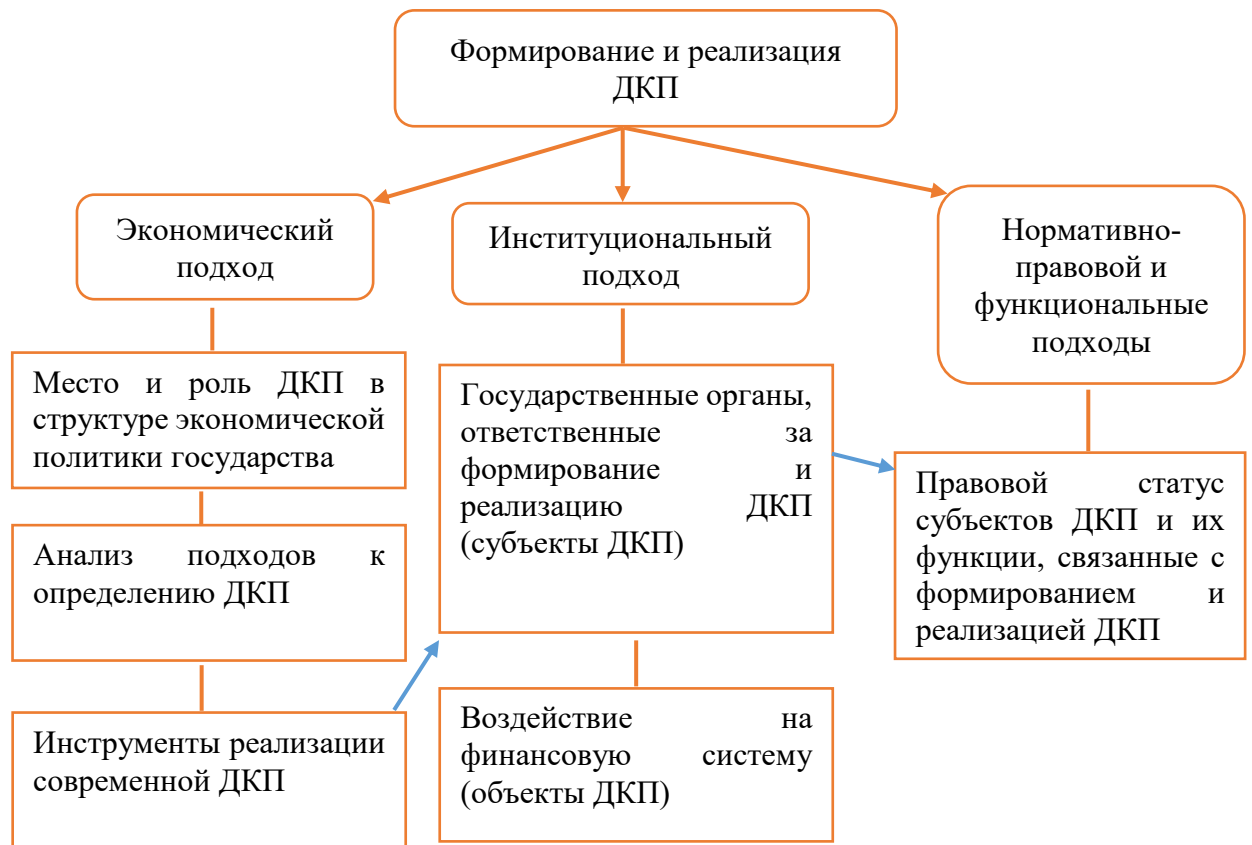
сопровождается низким уровнем процентных ставок, что создает дополнительный стимул роста потребительского и инвестиционного спроса и, соответственно, ВВП. В среднесрочном и долгосрочном периодах изменения уровня и темпов роста денежной массы не оказывают значимого влияния на ВВП или безработицу, но воздействуют на рост цен: изменения в темпе роста номинальной денежной массы вызывают соответствующие изменения в уровне инфляции.

1.2 Теоретический базис формирования и реализации современной денежно-кредитной политики на основе совокупности функционального, институционального, экономического и нормативно-правового подходов

ДКП, являясь неотъемлемой частью экономической политики государства, формируется и реализуется посредством механизма косвенного регулирования социально-экономических процессов и используется различными государственными органами (обычно центральный банк совместно с правительством) для достижения поставленных целей и задач в рамках установленных полномочий через воздействие на параметры денежно-кредитных рынков и развития денежно-кредитных отношений в целом.

Представляется целесообразным исследовать теоретический базис формирования и реализации современной ДКП на основе совокупности функционального, институционального, экономического и нормативно-правового подходов, поскольку именно комплекс этих подходов позволяет получить более полную картину объекта исследования, увидеть его в контексте различных аспектов и факторов, влияющих на его функционирование и развитие. Это особенно важно для комплексного подхода к анализу современной ДКП.

Авторский подход к анализу теоретического базиса ДКП представлен на рисунке 1.2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.2 – Структура анализа теоретического базиса формирования и реализации современной ДКП на основе совокупности функционального, институционального, экономического и нормативно-правового подходов

На рисунке 1.2 наглядно показана взаимосвязь рассматриваемых подходов. Экономический подход является отправной точкой для перехода к анализу институционального подхода, который, в свою очередь, плавно перетекает в анализ нормативно-правового и функционального подходов. Каждый из них играет важную роль в изучении целостной картины формирования и реализации ДКП.

Экономический подход. Вопреки тому, что ДКП занимает одно из ключевых положений в макроэкономической теории и теории финансов, является предметом изучения зарубежных и российских исследователей и оказывает существенное влияние на достижение целей социально-экономического развития государства, на сегодняшний день не выработаны единые подходы к ее определению. По нашему мнению, причиной этому является, с одной стороны, многообразие стратегических и тактических целей реализации государственной экономической политики, с другой стороны, в

наличии различных вызовов и условий реализации данной политики.

Абрамова М.А. рассматривает ДКП как часть экономической политики государства, определяет органы ее проведения и ее направленность на регулирование денежно-кредитных рынков [43].

Э. Абель и Б. Бернанке также определяют государственный орган (правительство), проводящий ДКП, в отличие от большинства авторов, которые, обычно, указывают на центральный банк [19]. Э.Абель, Б.Бернанке также подчеркивают главную цель ДКП – регулирование денежного предложения. Американский макроэкономист Г. Мэнкью разделяет данный подход к определению главной цели ДКП - регулирование предложения денег в экономике [168].

Булатов А.С., в отличие от Абрамовой М.А., Э. Абеля и Б. Бернанке не определяет государственный орган, ответственный за ДКП, однако рассматривает эту политику как инструмент воздействия на денежно-кредитные рынки [30].

Кульков В.М. в определении ДКП уточняет параметры денежного рынка (предложение денег и процентную ставку), на которые воздействуют монетарные мероприятия центрального банка [29]. Такого же подхода придерживается Серегина С.Ф., определяя предложение денег и процентные ставки ключевыми параметрами денежно-кредитного рынка, на которые ДКП должна быть направлена [32].

Максимова В.Ф. рассматривает ДКП как комплекс мер, воздействующих на денежное обращение и состояние кредита, главной целью которой является достижение неинфляционного экономического роста и полной занятости [31]. Данный автор уделяет особое внимание связи ДКП и стратегических макроэкономических целей государства.

Роль ДКП в регулировании экономических процессов также раскрывает следующая группа авторов. Так, Николайчук О.А. определяет ДКП как инструмент стабилизации экономики посредством воздействия на денежное предложение [34]. Той же позиции придерживаются Тарасевич Л.С.,

Гребенников П.И., Леусский А.И. [44].

М. Рубио акцентирует внимание на связи денежного и реального секторов экономики, а именно на регулировании объемов производства через изменение объемов кредитования экономики [158].

Особо хотелось бы отметить М. Сойера, который, во - первых, рассматривает финансовую стабильность как цель ДКП, во-вторых, предлагает заменить понятие «ДКП» на «финансовую политику» [160]. Считаем, что финансовую стабильность обеспечивает не ДКП, а макропруденциальная политика центрального банка. По нашему мнению, замена понятий является ошибочной, так как основными инструментами финансовой политики являются государственные расходы и налоговые ставки, действие которых будет недостаточно для обеспечения стабильности функционирования всей финансовой системы.

Проведенный анализ определений позволяет разграничить точки зрения различных групп авторов. Одна группа (Абрамова М.А., Абель Э., Бернанке Б., Булатов А.С., Серегина С.Ф. и Кульков В.М.) акцентирует внимание на специфике ДКП, то есть на воздействии на денежные и кредитные рынки. Другая группа авторов (Тарасевич Л.С., Гребенников П.И., Леусский А.И, М. Рубио, Максимова В.Ф.) подчеркивает важность ДКП в обеспечении экономического роста и иных стратегических целях экономической политики государства.

Центральные банки и международные финансовые организации также используют различные подходы к трактовке определения ДКП, которые представлены в таблице 1.2.

Таблица 1.2 – Подходы к определению ДКП в трактовке центральных банков и международных финансовых организаций

№	Центральный банк/международная финансовая организация	Определение
1	2	3
1	Международный валютный фонд (далее – МВФ)	управление денежным предложением в экономике для достижения некоторой комбинации инфляции и стабилизации выпуска продукции

Продолжение таблицы 1.2

1	2	3
2	Европейский центральный банк (далее – ЕЦБ)	решения, принимаемые центральными банками для влияния на стоимость и доступность денег в экономике
3	Банк России	часть государственной экономической политики, направленной на повышение благосостояния российских граждан
4	Федеральная резервная система США (далее - ФРС США)	деятельность центрального банка, направленная на достижение целей максимальной занятости, стабильных цен и умеренных долгосрочных процентных ставок в Соединенных Штатах, путем управления краткосрочной процентной ставкой, доступностью и стоимостью кредита в экономике
5	Национальный банк Китая	политика по поддержанию стоимости национальной валюты и, тем самым, содействие экономическому росту
6	Немецкий Бундесбанк	меры, которые центральный банк предпринимает, чтобы достигнуть своих целей, одной из которых является ценовая стабильность путем применения инструментов ДКП по управлению процентными ставками и условиями формирования спроса и предложения на денежном рынке
7	Банк Англии	это действия, которые центральный банк или правительство страны могут предпринять, чтобы повлиять на то, сколько денег находится в экономике и сколько стоит брать в долг
8	Денежно-кредитное управления Сингапура	политика по поддержанию стабильности цен в целях содействия устойчивому росту экономики

Источник: составлено автором на основе информации, представленной на официальных сайтах данных организаций [125; 175; 178; 183; 184; 185; 187; 196].

Центральные банки России, Китая и Сингапура прямо или косвенно упоминают в определениях ДКП о содействии экономическому росту, и подчеркивают необходимость обеспечения стабильности цен (за исключением Банка России). Вместе с тем, Банк России считает стабильность цен приоритетом своей деятельности [185].

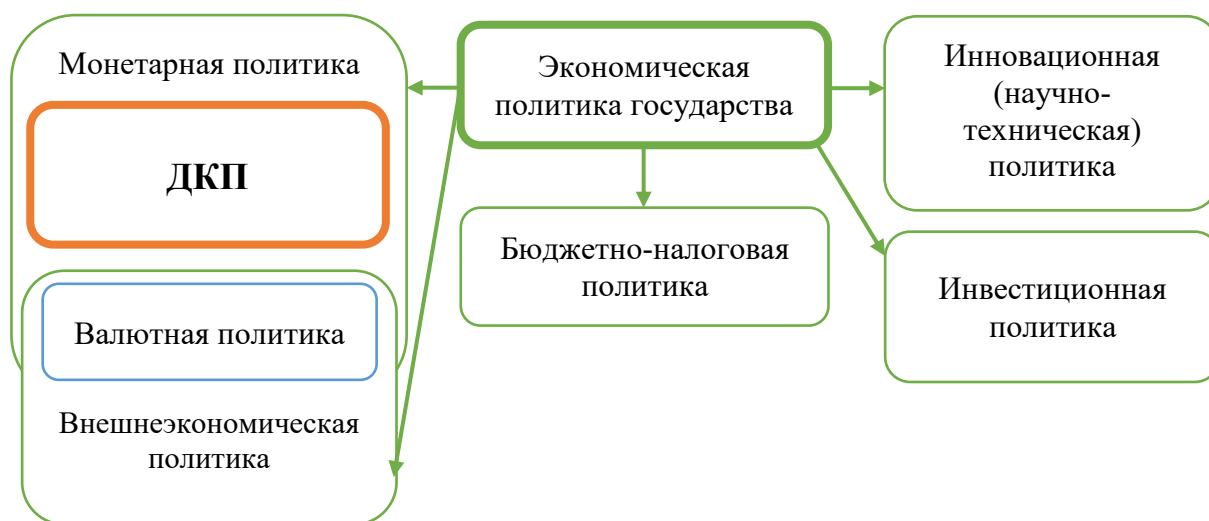
Заметим, что в приведенных отдельными авторами, центральными банками и международными финансовыми организациями определениях целеполагания ДКП игнорируются необходимость создания условий для устойчивого экономического роста и вопросы повышения благосостояния всех граждан (как известно, экономический рост еще не обеспечивает автоматическое повышение благосостояния). Также в данных определениях объектом воздействия политики обозначаются исключительно денежно-кредитные отношения, тогда как в настоящее время к объектам

воздействия справедливо относить и доверие населения, бизнеса, органов власти (экономических агентов) к проводимой ДКП.

В связи с вышеизложенным полагаем, что ДКП должна трактоваться как часть макроэкономической политики государства, проводимая центральным банком (в координации с правительством) в целях создания условий для устойчивого экономического роста и повышения благосостояния граждан через воздействие на денежно-кредитные отношения и доверие экономических агентов к проводимой политике.

Научной новизной данного определения, с точки зрения теории денежно-кредитного регулирования и ДКП, является более релевантная и гибкая концептуальная модель ДКП, описывающая реальные механизмы денежно-кредитной трансмиссии и ее взаимосвязи с макроэкономической политикой в современных условиях. С точки зрения практики, данное определение обосновывает необходимость адаптации применяемых инструментов ДКП с учетом поведенческих факторов и внешних шоков, тогда как существующие трактовки политики фокусируются на достаточно узких макроэкономических показателях (например, инфляция или денежная масса).

Как уже отмечалось ранее и показано на рисунке 1.3, ДКП занимает одно из ключевых положений в структуре экономической политики государства.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.3 – Структура экономической политики государства

Реализация ДКП осуществляется через применение ее инструментария, при этом в научной литературе [19; 22; 24; 29; 30] данное понятие зачастую не получает явного определения. В связи с этим считаем необходимым сформулировать инструментарий ДКП как элемент структуры механизма, используемого субъектами ДКП для достижения своих целей (прежде всего, ценовой стабильности как промежуточной цели ДКП).

Статья 35 Федерального закона №86 от 10.07.2022 «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» [1] выделяет следующие инструменты ДКП:

- 1) процентные ставки по операциям Банка России;
- 2) обязательные резервные требования;
- 3) операции на открытом рынке;
- 4) рефинансирование кредитных организаций, филиалов иностранных банков;
- 5) валютные интервенции;
- 6) установление ориентира роста денежной массы;
- 7) прямые количественные ограничения;
- 8) эмиссия облигаций от своего имени;
- 9) другие инструменты, определенные Банком России.

Законодательный перечень, по нашему мнению, носит архаичный, формально – технический характер и не отражает современную макроэкономическую логику проведения ДКП. Монетарные власти, проводящие политику таргетирования инфляции, используют, в основном, инструменты ДКП, представленные в таблице 1.3.

Таблица 1.3 – Классификация современных инструментов ДКП

	Тип	Инструмент ДКП	Цель применения
Традиционные инструменты	Основной	Ключевая ставка	Управление экономической активностью и инфляцией
		Коммуникации	Снижение инфляционных ожиданий, повышение доверия к центральному банку и обеспечение предсказуемости процентных ставок в экономике
	Операционная процедура ДКП	Система инструментов операционной процедуры ДКП, в т.ч.	Воздействие на уровень ставок, по которым участники финансового рынка заключают сделки друг с другом и участниками нефинансового сектора экономики
		обязательные резервы	Обеспечение спроса кредитных организаций на ликвидность и девальютизация структуры балансов кредитных организаций
Вспомогательные	Специальные механизмы рефинансирования	Выравнивание доступа к кредитным ресурсам для приоритетных секторов экономики через предоставление банкам целевого льготного финансирования	
Нетрадиционные		Контроль кривой доходности	Дополнительное смягчение денежно-кредитных условий (применяются только при исчерпании потенциала применения традиционных инструментов)
		Количественное смягчение	
		Покупка иных активов	
		«Вертолетные деньги»	

Источник: составлено автором.

Ключевая ставка – основной инструмент ДКП Банка России, который влияет на рыночные процентные ставки.

Совет директоров Банка России принимает решения о ключевой ставке на основе информации об инфляции, экономической динамике, инфляционных ожиданиях населения и бизнеса. Решения принимаются в условиях неопределенности и влияют на динамику цен с определенным временным лагом, обычно 3-6 кварталов, поэтому Банк России при принятии решений опирается на среднесрочный экономический прогноз.

Совокупность экономических взаимосвязей, посредством которой решения центрального банка оказывают влияние на совокупный спрос и

уровень цен - трансмиссионный механизм ДКП, в составе которой выделяют несколько каналов (направлений) воздействия на инфляцию: процентный канал, балансовый канал, канал ожиданий, валютный канал, канал благосостояния и узкий кредитный канал. Для российской экономики наиболее значимым каналом является процентный, поскольку он связан с воздействием процентных ставок на решения о потреблении, сбережении и инвестировании [63].

С 2020 года Банк России обозначил применение нового инструмента ДКП - коммуникации - в качестве основного (наряду с ключевой ставкой).

Коммуникации являются важнейшим инструментом управления инфляционными ожиданиями, влияющим не только на инфляцию, но и на процентные ставки в экономике. Политика таргетирования инфляции, которую придерживаются большинство центральных банков, направлена на заякоривание инфляционных ожиданий вблизи целевых значений инфляции. Отметим, что существует прямая зависимость между инфляцией и инфляционными ожиданиями населения и бизнеса, то есть снижение инфляционных ожиданий будет способствовать снижению уровня инфляции, также как и рост цен повлечет за собой рост инфляционных ожиданий.

Принятия решений по ключевой ставке сопровождаются объяснением логики принятия таких решений. Более того, решения дополняются «сигналом» о направлениях дальнейшего изменения ключевой ставки в целях создания предсказуемых условий для экономических субъектов и формирования инфляционных ожиданий.

Данный инструмент также воздействует на выстраивание и поддержание доверия к ДКП и к проводящим ее органам, что особенно важно в периоды экономических кризисов и нестабильности, когда доверие к центральным банкам может быть подорвано.

Операционная процедура ДКП - система инструментов, с помощью которых регулятор влияет на процентные ставки в экономике, и подходов к их

применению, т.е. операционная процедура является проводником решений Банка России по ключевой ставке в реальный сектор экономики.

Обычно в центральных банках подразделения, занимающиеся операционной процедурой ДКП и самой ДКП, разделены и могут быть не связаны между собой [91]. Так, например, в Национальном банке Республики Казахстан или Европейском центральном банке существует Департамент ДКП, задачей которого является непосредственное проведение ДКП, и Департамент монетарных (рыночных) операций, ответственный за осуществление операционной процедуры ДКП [188].

Операции ДКП проводятся с целью обеспечения баланса ликвидности на корсчетах коммерческих банков. Смысл операционной процедуры сводится к поддержанию ставок на денежном рынке вблизи ключевой ставки, то есть достижение такой стоимости денег в экономике, которую центральный банк считает необходимым для приведения инфляции к целевому уровню [90].

Центральные банки стремятся обеспечивать стабильный уровень ликвидности в банковском секторе, поэтому проводят свои операции по управлению ликвидностью через ее предоставление или абсорбирование. Влияние данных операций на баланс центрального банка отражено в таблице 1.4.

Таблица 1.4 – Схематичный баланс центрального банка

Активы	Пассивы	
Чистые иностранные активы	Корсчета банков = ликвидность банковского сектора	Спрос на ликвидность
Ценные бумаги, иные требования	Средства бюджетной системы и иных клиентов (кроме банков)	Предложение ликвидности (автономные факторы формирования ликвидности)
Прочие активы	Наличность, капитал, прочие обязательства	
Предоставление ликвидности банкам	Привлечение ликвидности у банков	Операции центральных банков по управлению ликвидностью

Источник: составлено автором.

Благодаря своей уникальной институциональной роли и структуре баланса, центральные банки обладают монополией на эмиссию наиболее ликвидной формы денег - остатков на корреспондентских счетах (корсчетах), являющихся их прямыми обязательствами. Это позволяет им определять стоимость денег в экономике по двум ключевым причинам: во-первых, они выступают единственным источником базовой ликвидности и, следовательно, контролируют ее цену. Во-вторых, обязательное использование платежных систем центрального банка для проведения ряда критически важных расчетов создает для кредитных организаций стабильный и неэластичный спрос на средства на этих корсчетах.

Говоря об операциях по управлению ликвидностью, выделяют такие понятия как «структурный дефицит / структурный профицит ликвидности» - сальдированный объем операций центрального банка по управлению ликвидностью банковского сектора. Структурный дефицит означает, что центральный банк предоставляет банковскому сектору больше средств, чем изымает, и наоборот - при структурном профиците. Данные понятия характеризуют институциональные и операционные рамки, в которых реализуется политика центрального банка, и не служат индикатором экономической конъюнктуры.

Операционная цель ДКП - сближение ставки RUONIA - стоимости заимствований на межбанковском рынке со сроком 1 день - вблизи уровня ключевой ставки. Банк России управляет ставками в рамках симметричного процентного коридора с усреднением обязательных резервов, в центре которого находится ключевая ставка, как показано в таблице 1.5.

Таблица 1.5 – Процентный коридор центральных банков

Применяемая ставка	Механизм	Применяемые инструменты операционной процедуры
Ключевая ставка + 1 п.п.	Предоставление ликвидности	Кредиты овернайт, ломбардные кредиты, иные кредиты и операции РЕПО
Ключевая ставка	Аукционы по управлению ликвидностью	Операции РЕПО, кредитно-депозитные операции, выпуск облигаций
Ключевая ставка - 1 п.п.	Привлечение ликвидности	Депозиты овернайт

Источник: составлено автором.

Банки перераспределяют ликвидность на межбанковском рынке. Оптимальная стоимость ликвидности – середина процентного коридора.

Обязательные резервы являются неотъемлемым элементом операционной процедуры ДКП, основным фактором формирования спроса на ликвидность. В зарубежной и российской научной литературе по вопросам денежно-кредитного регулирования и ДКП [24; 29-32; 34; 41; 44] обязательные резервы рассматриваются как инструмент ДКП, воздействующий на объемы денежного предложения и денежно-кредитные условия через изменения норматива обязательного резервирования (денежный мультипликатор). Например, при необходимости увеличения объемов кредитования в экономике центральные банки могут снизить норматив обязательного резервирования и, следовательно, увеличить объемы располагаемой ликвидности коммерческих банков для стимулирования выдачи кредитов. Данное представление о роли обязательных резервов в системе инструментов ДКП, по нашему мнению, нуждается в уточнении по следующим причинам:

1) Для предоставления кредитов коммерческим банкам нет необходимости задействования своей ликвидности и корсчета, поскольку при выдаче кредитов происходит одновременное зачисление этой суммы на текущий счет заемщика, то есть прирост выданных кредитов в активах коммерческих банков будет равен приросту депозитов в обязательствах. Видим, что обязательные резервы никак не задействуются в данном процессе.

В случае предоставления кредита в виде наличных, это не приводит к автоматическому сжатию кредитной активности банков. Спрос клиентов на

наличность действительно создает отток ликвидности и увеличивает потребность в обязательных резервах, но для восполнения наличности банки могут оперативно привлечь необходимые средства - например, взять кредит у центрального банка, - чтобы приобрести наличность и покрыть резервные требования.

Исторический опыт применения обязательных резервов для воздействия на денежно-кредитные условия в XX в., например в США [113] и Германии [151], демонстрирует, что данная политика не приводила к целям ДКП по увеличению или сдерживанию объемов кредитования в экономике. Современные исследования о взаимосвязи изменения обязательных резервов и объемов кредитования как на зарубежных [114], так и на российских [56] данных также подтверждают отсутствие устойчивой причинно-следственной взаимосвязи между изменениями обязательных резервов и объемами кредитования в экономике. Бывший председатель ФРС США – Бен Ш. Бернанке в своей работе [23, с. 187] сравнивает стимулирование экономики посредством уменьшения резервов коммерческих банков с «ношением воды в решете».

Получается, что наращивание центральным банком денежной базы не приводит к росту объемов кредитования в экономике, поскольку последние определяются не нормативами обязательного резервирования, а исключительно рыночной конъюнктурой: наличием качественных заемщиков, готовых взять кредит, и банками, готовыми данный кредит предоставить. Из этого следует, что современная операционная стратегия центральных банков должна основываться на управлении ставками денежного рынка, а не денежной базой или ее компонентами.

2) Монетарный регулятор не может ограничивать коммерческие банки в объемах предоставляемой ликвидности, поскольку одной из основной задачей центрального банка является обеспечение бесперебойного функционирования национальной платежной системы, платежи и переводы в которой осуществляются с использованием ликвидности - средств, используемых

банками для выполнения обязательных резервных требований. В случае ограничений со стороны монетарного регулятора в предоставлении ликвидности коммерческие банки могут начать запасать свои резервы, тем самым пренебрегая осуществлением платежей, переводов и межбанковских кредитов. Следовательно, обязательные резервы следует рассматривать как инструмент обеспечения платежей и переводов в экономике, а также ключевым инструментом операционной процедуры ДКП, то есть инструментом формирования спроса на ликвидность. Действительно, на сегодняшний день большинство центральных банков используют обязательные резервы как инструмент управления ликвидностью банковского сектора и ставками овернайт денежного рынка. В рамках процентного коридора монетарные регуляторы используют обязательные резервы в целях формирования спроса на корсчета, смягчения действия шоков ликвидности и/или управления величиной структурного дефицита (избытка) ликвидности.

Другой важной функцией обязательных резервов является их использование для воздействия на структуру баланса банковского сектора. Монетарный регулятор может устанавливать различные нормативы обязательного резервирования (далее – НОР) по разным видам обязательств, влияя, таким образом, на привлекательность тех или иных источников фондирования. Такая мера, теоретически, может быть использована в целях борьбы с валютизацией экономики: повышение НОР по валютным обязательствам увеличивает стоимость иностранного фондирования, что, в свою очередь, стимулирует банки привлекать средства в национальной валюте, снижая долю валютных депозитов и кредитов, а также приток иностранного капитала в экономике. На практике данную меру достаточно сложно оценить, поскольку уровень валютизации экономики зависит от фундаментальных макроэкономических факторов, в которой дифференцирование НОР выступает лишь вспомогательным инструментом.

Центральные банки, столкнувшиеся с исчерпанием эффективности применения стандартных инструментов ДКП, могут прибегнуть к

использованию дополнительной функции обязательных резервов как инструмента стимулирования рыночной активности на денежном рынке. Необходимость применения обязательных резервов в таком виде появилась в странах, проводивших политику «количественного смягчения», поскольку снижение процентных ставок до 0% приводит к уменьшению активности коммерческих банков на межбанковском рынке. Появилась система со множественной нижней границей - использование нескольких ставок по инструментам абсорбирования ликвидности, в том числе в зависимости от объема аккумулированных средств на корсчетах [92]. В отличие от практики центральных банков, прибегавших к нетрадиционным мерам в условиях нулевой нижней границы процентных ставок, Банк России сохраняет действенность своего традиционного инструментария. Поскольку ключевая ставка сохраняет свою эффективность как основной монетарный якорь, а инфляционные и макроэкономические риски остаются управляемыми, использование обязательных резервов в качестве инструмента дополнительного стимулирования ликвидности представляется избыточным и не соответствующим текущим приоритетам ДКП Российской Федерации.

В результате вышеприведенного анализа функционирования операционной процедуры ДКП установлено, что целью применения инструментария операционной процедуры, в том числе обязательных резервов, не является прямое воздействие на кредитный рынок и, следовательно, на экономику в целом. Процедура нацелена на выполнение принципиально иной, технической функции: она обеспечивает эффективную и предсказуемую передачу сигнала ключевой ставки на денежный рынок, устраняя колебания ликвидности. Это утверждение позволяет классифицировать инструментарий ДКП следующим образом: 1) инструменты, влияющие на объемы кредитования экономики, включающие ключевую ставку и коммуникационную политику, и 2) инструменты (такие как система инструментов операционной процедуры), преследующие иные цели, например, управление ликвидностью банковского сектора и

девалютизация банковского сектора [90].

Поскольку проводимое исследование сосредоточено на анализе ДКП и ее инструментов с точки зрения их влияния на макроэкономические процессы, основное внимание и детальный анализ будут уделены ключевой ставке и коммуникационной политике, которые Банк России при реализации политики таргетирования инфляции использует в качестве основных инструментов [13], что также согласуется с современной парадигмой монетарной теории [23; 49].

Применение рассмотренных выше традиционных инструментов ДКП может быть ограничено складывающимися экономическими и денежно-кредитными условиями. Так, например, при снижении ключевой ставки центрального банка до нуля, как обычно происходит в развитых странах (например, Швейцария и Швеция), дальнейшее ее снижение до отрицательных значений сильно ограничено по причине того, что сбережения экономических субъектов могут формироваться в форме наличных, а не на счетах в коммерческих банках.

В условиях таких ограничений становятся востребованными нестандартные инструменты ДКП, применение которых активно началось развитыми странами после мирового финансового кризиса 2008-2010 гг. [59]. Заметим, что необходимость применения нестандартных инструментов возникает только в случае выраженных дезинфляционных (дефляционных) рисков, митигация которых возможна только на основе дополнительного смягчения денежно-кредитных условий.

В академической литературе [110] нестандартные инструменты ДКП классифицируются по двум основным направлениям: вербальные интервенции (*forward guidance*) и различные модификации политики покупки активов.

Таблица 1.6 – Нестандартные инструменты ДКП

Инструмент	Описание	Плюсы применения инструмента для регулирования денежно-кредитных рынков	Минусы применения инструмента для регулирования денежно-кредитных рынков
Forward guidance	Обещание центрального банка не менять ключевую ставку вне зависимости от экономических условий / менять ее при наступлении определенных экономических условий	Улучшает предсказуемость ДКП	Ограничивает гибкость политики, а также повышает риск резкого ускорения инфляции при наступлении экономических условий отличных от первоначально спрогнозированных
Контроль кривой доходности	Административное фиксирование формы кривой доходности посредством выкупа ценных бумаг по этой доходности	Позволяет снижать среднесрочные и долгосрочные ставки	Искажает рыночное ценообразование и информацию о структуре кривой доходности
Количественное смягчение	Определение центральный банком объемов покупки активов	Позволяет снижать среднесрочные и долгосрочные ставки	
Кредитное смягчение	Стремление центрального банка воздействовать не только на форму безрисковой кривой доходности, но и на риск-премию (кредитную премию)	Дополнительный импульс смягчения денежно-кредитных условий для конечных заемщиков. Позволяет снижать среднесрочные и долгосрочные ставки	Искажает рыночное ценообразование и премию за кредитный риск
Покупка иных активов	Покупка центральным банком иных активов (например, акций)	Приток ликвидности в экономику. Позволяет снижать среднесрочные и долгосрочные ставки	Значительная доля финансового рынка становится администрируемой
«Вертолетные деньги»	Выдача новых денег населению	Стимулирование совокупного спроса	Риски гиперинфляции

Источник: составлено автором на основе [110].

Отраженные в таблице 1.6 инструменты эффективны лишь в том случае, если результативность остальных инструментов ДКП недостаточна для

предотвращения дефляции, то есть устойчивого снижения общего уровня цен, имеющего неблагоприятные последствия для экономики.

В России инфляционные ожидания остаются выше цели по инфляции Банка России, и ключевая ставка значительно выше нулевой границы, поэтому нестандартные инструменты ДКП в России не востребованы.

Институциональный подход. Основными субъектами ДКП является центральный банк (совместно с правительством) и банки различных видов. Органом, ответственным за проведение такой политики обычно является центральный банк (совместно с правительством), который в большинстве стран не относится ни к одной из ветвей государственной власти и независим при принятии решений о ДКП. Принцип независимости центральных банков предполагает, что они не подчиняются ни президенту, ни правительству, ни парламенту. Данная особенность обусловлена тем, что центральные банки должны принимать объективные решения относительно ДКП. Независимый центральный банк менее подвержен политическому давлению, например, при принятии решений по ключевой ставке. Принцип независимости также является одним из важнейших инструментов формирования доверия к данному институту, что обеспечивает снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса [19].

Однако, бывают случаи, когда центральный банк относится к исполнительной власти и подотчетен правительству страны. Так, например, в Китайской Народной Республике (далее – КНР) Народный банк Китая (далее - НБК) относится к исполнительной ветви власти и подчиняется Государственному совету КНР. Решения по ДКП принимаются Государственным советом КНР, куда входят премьер-министр, вице - премьеры, главы министерств и председатель НБК. В данном случае, НБК выполняет лишь аналитическую роль, то есть готовит предложения по ключевой ставке на основе глубокого экономического анализа, который выносится на рассмотрение в Государственный совет КНР [70].

Объектами ДКП являются спрос и предложение на денежном рынке, а

также доверие к проводимой центральным банком политике со стороны экономических агентов, которые подвержены влиянию центральных банков и других финансовых институтов. Центральные банки используют различные инструменты для управления этими объектами, включая изменение значения объема и структуры денежной массы, денежной базы и денежных агрегатов. Регулируя эти показатели, центральные банки стремятся достичь стабильности цен, обеспечить тем самым устойчивый экономический рост и поддерживать макроэкономическую стабильность.

Нормативно-правовой и функциональный подходы. Правовой статус Банка России, в т.ч. независимый статус мегарегулятора от органов власти, закреплен в статье 75 Конституции Российской Федерации и в Федеральном законе от 10.07.2002 «О Центральном банке Российской Федерации» [1]. В данных законах определено исключительное право Банка России на эмиссию рубля, а также главная функция Банка России – защита и обеспечение устойчивости рубля [13].

В законе о центральном банке также предусмотрено то, что «Банк России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разрабатывает и проводит единую государственную ДКП [1, ст. 4]». Как субъект ДКП Правительство Российской Федерации осуществляет свою деятельность на основании статьи 19 Федерального конституционного закона от 06.11.2020 №4-ФКЗ «О Правительстве Российской Федерации». Согласно данному закону, Правительство России «обеспечивает проведение единой финансовой и ДКП [2]». Значит, что Правительство Российской Федерации несет прямую ответственность за обеспечение должного уровня взаимодействия и координации действий в области ДКП.

Цели деятельности центральных банков также закреплены в их национальных законодательствах. Так, ФРС США ставит такие цели, как снижение безработицы, контроль над инфляцией и обеспечение долгосрочного экономического роста, а НБК стремится обеспечить долгосрочный экономический рост и стабильность национальной валюты –

юаня. Целью деятельности Центрального банка Германии (Бундесбанка) является содействие правительству при проведении экономической политики и обеспечение стабильности цен. Данные цели могут дополняться или сужаться в зависимости от внешних или внутренних условий каждой страны.

К наиболее часто встречающимся целям центральных банков можно отнести следующие: стабильность национальной валюты, обеспечение функционирования платежной системы и финансовой стабильности, воздействие на экономическую динамику, снижение инфляции, увеличение доверия к центральному банку, развитие финансовых рынков и проч. Заметим, что не все цели деятельности центральных банков относятся к ДКП. Так, например, Банк России в соответствии со статьей 3 ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации» имеет следующие цели: защита и обеспечение устойчивости рубля, развитие и укрепление банковской системы страны, обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации, развитие финансового рынка Российской Федерации. Однако, к целям деятельности Банка России в области денежно-кредитного регулирования и ДКП можно отнести только «защиту и обеспечение устойчивости рубля».

Достижение таргетируемого показателя по инфляции в целях «защиты и обеспечения устойчивости рубля» опосредует проблему определения типа цели по инфляции. Для объяснения факторов, влияющих на выбор центральных банков «ширины» цели по инфляции, Т. Магжанов и А. Мещеряков оценили модель Хекмана со случайными эффектами на данных 43 стран, применяющих режим инфляционного таргетирования [74]. Наиболее интересные выводы из их исследования представлены ниже:

- 1) Широкий диапазон цели по инфляции используют страны с наиболее непредсказуемой и волатильной макроэкономической средой, так как установление более «узкого» диапазона несет в себе риск недостижения данной цели.

- 2) Установление диапазона цели по инфляции также связано с участием правительства в выборе цели по инфляции, так как такая цель дает некую

гибкость правительству при использовании инструментов бюджетной политики.

3) Страны с формирующимися рынками более склонны к установлению диапазона по инфляции, нежели конкретной точки, что объясняется более волатильной средой. Однако, в условиях перехода к политике инфляционного таргетирования, установление точки в виде цели по инфляции является предпочтительнее.

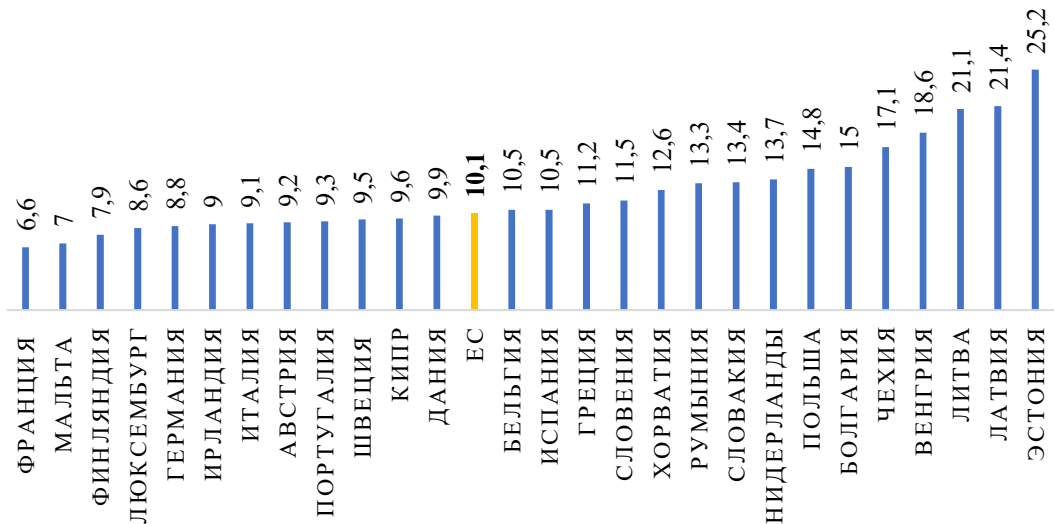
4) Выбор цели по инфляции неразрывно связан с транспарентностью ДКП: более открытые и прозрачные центральные банки чаще используют целевой показатель в виде таргета, так как при отклонениях инфляции от цели они смогут объяснить причины этих расхождений.

Согласимся с позицией авторов, что установление «точки» цели по инфляции больше применимо к развитым странам, так как волатильность экономических показателей у таких стран меньше, чем у развивающихся экономик. Заметим, что в данном исследовании не приведены аргументы в пользу установления целевого показателя по инфляции при проведении политики таргетирования инфляции на ранних этапах. Считаем, что предпочтительнее устанавливать целевой диапазон, а не точечный показатель. Связано это с тем, что смена режима ДКП может привести к повышенной волатильности экономических показателей и требует время для адаптации экономики к новым реалиям.

1.3 Содержание структурной трансформации экономики и необходимых денежно-кредитных условий ее эффективного проведения

В начале 2022 года мировая экономика оказалась под влиянием уникального сочетания двух кризисов: пандемии COVID-19 и событий на Украине [190]. Напомним, что пандемия заставила страны проводить стимулирующую бюджетную и ДКП в целях поддержки населения, бизнеса и системы здравоохранения. Стимулирующая бюджетная политика привела к росту уровня дефицита бюджетов и долга, что вылилось, как видно на

рисунке 1.4, в увеличение уровня цен в различных странах.



Источник: составлено автором по материалам [184].

Рисунок 1.4 - Инфляция в европейских странах в августе 2022 г., в процентах

Восстановление экономики стран в 2021 году осложнилось событиями на Украине, которые привели к гуманитарному кризису и значительному падению темпов роста мировой экономики из-за значительных шоков предложения, вызванных разрушением глобальных цепочек поставок, высокой инфляцией и увеличением торговых барьеров. Постковидное восстановление мировой экономики также осложнилось замедлением темпов роста экономики Китая, снижением потребительских расходов в США и ростом стоимости жизни в странах Европейского союза [174].

В Российской Федерации расширение санкционной политики развитых стран создало дополнительные барьеры для постковидного восстановления экономики. Введенные санкции можно сгруппировать в несколько крупных блоков: финансовые (отключение от SWIFT; приостановка торгов расписками российских компаний на зарубежных биржах; ограничения внешних заимствований как для государства, так и для компаний; запрет операций с Минфином России, Банком России, Российским фондом прямых инвестиций; ограничение внешних инвестиций в Россию и проч.), внешнеторговые (запрет импорта энергетических ресурсов из России и экспорта высокотехнологичной продукции и других товаров широкого использования; ограничения поставки

оборудования для энергетического сектора экономики и проч.) и транспортно-логистические (закрытие воздушного пространства и портов для российских судов; отзыв самолетов по лизингу и т.д.) [57].

В результате введения санкций и создания дополнительных барьеров для экономического восстановления страны после пандемии, российская экономика столкнулась с необходимостью структурной трансформации, что было отмечено в апреле 2022 года в макроэкономическом бюллетене Департамента исследований и прогнозирования Банка России [38].

Следует отметить, что само понятие структурной трансформации экономики появилось в XVIII-XIX вв. в европейских странах в связи с массовым переходом от ручного труда к машинному, от мануфактуры к фабрике («промышленная революция»). В этот период в европейских странах наблюдались активные процессы экономического роста, которые объяснялись не только внедрением новых технологий, но и структурными изменениями, повышением эффективности использования ресурсов по мере их перемещения в другие области деятельности.

Первоначально исследования структурных изменений фокусировались на вопросах экономической истории и постфактум-анализе причин различий в темпах экономического развития между разными странами. Создание долгосрочных статистических рядов позволило анализировать различные аспекты этих изменений и проводить сравнения. В середине 20-го века, исследования У. Льюиса [141] и других авторов доказали, что экономический рост связан не только с увеличением производственных ресурсов (в первую очередь капитала, что особенно подчеркивалось в СССР [54]), но также и с их перемещением между секторами экономики.

В качестве факторов, влияющих на структурные изменения, признаются как конкуренция на рынке, так и сознательные усилия со стороны государств, известные как «структурная политика». Структурная политика и ее влияние на экономические изменения широко изучается экономической теорией. Некоторые из работ, где рассматриваются эти вопросы, включают

исследования таких авторов, как П. Кругман [163], Д. Стиглиц [135], Д. Аджемоглу и Д. Робинсон [21]. Также существуют исследования международных организаций, таких как Международный валютный фонд (МВФ) [162] и Всемирный банк [109], анализирующих роль структурной политики в различных странах и регионах. Ключевые вопросы анализа структурных изменений связаны с естественными процессами экономического развития и мерами экономической политики, которые способствуют перераспределению ресурсов, что, в свою очередь, ускоряет экономический рост, особенно в странах, стремящихся догнать более экономически и институционально развитые.

В период Промышленной революции, главным фактором роста для экономик развивающихся стран являлось перемещение производственных ресурсов из аграрного сектора экономики, который не отличался высокой производительностью, в активно развивающуюся промышленность [169]. Однако, выбор данного пути развития не гарантировал экономического роста. В работе Д. Родрика отмечается, что страны, не достигнув экономического процветания, вынуждены были перераспределять ресурсы обратно из промышленных секторов, что приводило к снижению объемов производства [156].

Таким образом, зарубежная научная литература связывает данный термин с перераспределением ресурсов между отраслями экономики, что также подтверждается в работах Б. Херрендорфа, Р. Роджерсона, А. Валентини, которые обозначают структурную трансформацию экономики как «перераспределение экономической деятельности между секторами сельского хозяйства, производства и услуг» [132] и в определении С. Кузнец, использующего понятие «перераспределение экономической деятельности между тремя секторами (сельское хозяйство, производство и услуги), которое сопровождает процесс современного экономического роста» [138].

В исследованиях российских экономистов (Любимова И.Л. [71] и Мау В.А. [72]) содержание структурной трансформации экономики трактуется

также по-разному. Любимов И.Л. использует зарубежный подход трактовки данного понятия, Мау В.А. понимает структурную трансформацию экономики как любые значительные изменения структуры экономики страны. Банк России использует подход Мау В.А., рассматривая структурную трансформацию экономики как перегруппировку производственных ресурсов с одних секторов экономики в другие [52].

Представляется целесообразным при трактовке содержания данного понятия использовать подход Банка России и Мау В.А., так как в отличие от зарубежного подхода проведение такой трансформации обусловлено не стремлением ускорить экономический рост за счет перераспределения ресурсов в экономике из менее производительных отраслей в более производительные, а вынужденным развитием собственных производств товаров и услуг, доступ к которым осложнился из-за введения внешнеторговых санкций [53].

В Постановлении Правительства Российской Федерации от 15.04.2023 № 603 [4] используется термин «структурная адаптация экономики», определение которой в данном документе не приведено. Однако, представлено значение понятия «проект структурной адаптации экономики Российской Федерации» как «проект, направленный на создание или модернизацию инфраструктуры, позволяющий предоставлять услуги и (или) переориентировать поставки российской продукции иностранным государствам, не входящим в перечень иностранных государств и территорий, совершающих в отношении Российской Федерации, российских юридических лиц и физических лиц недружественные действия, утвержденный распоряжением Правительства Российской Федерации от 5 марта 2022 г. № 430-р, и (или) на сокращение зависимости от предоставления импортных услуг, технологий, поставок материалов, оборудования и комплектующих, способствующий развитию существующих и созданию новых отраслей экономики Российской Федерации, а также соответствующий направлениям и критериям, указанным в приложении 2 к приоритетным направлениям» [4],

что, по-нашему мнению, дает нам возможность отождествлять понятия «структурная трансформация экономики» и «структурная адаптация экономики».

Банк России выделяет четыре этапа структурной трансформации (адаптации) экономики [38].

На первом этапе трансформации с учетом внешних шоков происходят масштабные структурные изменения в экономике. В условиях ограничений к технологиям и иным ресурсам предприятия начинают поиск иных (доступных) поставщиков, так как ограничения в поставках критически важной инфраструктуры приводят к технологическому спаду и снижению производительности.

На данном этапе адаптация требует сохранения текущей производительности, что подразумевает использование имеющихся запасов, включая финансовых, поиск альтернативных иностранных покупателей и поставщиков, а также разработку новых транспортных маршрутов. При нехватке ресурсов и невозможности быстрой перестройки производств происходит резкое снижение объемов выпуска, которое влияет на всю экономику страны.

Экономическая политика государства, в первую очередь, бюджетная, в период первоначальных шоков должна быть активной и направленной на оказание поддержки компаниям и населению, в том числе в целях компенсации снижения потребительских и инвестиционных расходов для поддержания макроэкономической стабильности. ДКП, с одной стороны, необходимо содействовать обеспечению макроэкономической стабильности и снижению уровня неопределенности в экономике с помощью более активных коммуникаций, с другой стороны, разрывы цепочек поставок ведут к процессу масштабной подстройки цен, при которой монетарный регулятор может допускать некоторое проявление инфляции. Также от Банка России требуется поддержание кредитной активности через применения макропруденциальных послаблений и специализированных инструментов рефинансирования.

Первоначальная адаптация компаний и цепочек производства происходит на втором этапе трансформации экономики, на котором компании проходят первичную подстройку к новым условиям функционирования. Возможность быстро переключиться на альтернативных зарубежных и российских поставщиков имеет решающее значение в этом процессе. На этом этапе также проявляются негативные вторичные эффекты спада, которые через спрос, рынок труда и доходы оказывают дополнительное влияние на экономику. Растет роль небольших компаний, оказывающих посредническую роль поставки импортных товаров, которые из-за небольших возможностей вынуждены увеличивать стоимость логистики (эффект масштаба).

На втором и последующих этапах крайне важно наличие свободных трудовых ресурсов для адаптации и расширения производств. В противном случае может возникнуть ситуация, при которой низкая безработица будет вынуждать организации «переманивать» сотрудников из других компаний, предлагая им большую заработную плату, перекладывая данное повышение в цены.

Уровень технологического развития предприятий снижается из-за невозможности оперативной замены иностранных комплектующих или замены комплектующих менее качественными российскими или зарубежными аналогами.

На макроуровне может наблюдаться краткосрочное или среднесрочное снижение объемов выпуска и роста безработицы в наиболее импортозависящих организациях [38] при одновременном росте спроса на труд в малом и среднем бизнесе, сфера деятельности которого связана с поставкой импортных комплектующих.

На данном этапе, полагаем, ДКП должна продолжать содействовать макроэкономической стабильности, учитывая продолжающуюся подстройку относительных цен, тогда как бюджетно-налоговой политике необходимо сворачивать комплекс мер поддержки экономики, делая ее более адресной в целях минимизации рисков макроэкономической устойчивости экономики.

Третий этап сопровождается развитием наиболее пострадавших от внешних ограничений производств на менее развитой технологической базе. Реализация инвестиционных проектов, в том числе с государственным участием, способствует активному развитию технологий, доступ к которым ограничен. Эффект масштаба производств будет продолжать оказывать негативное влияние на стоимость конечных товаров, что приведет к снижению экономической и технологической эффективности. Рост занятости в импортозамещающих отраслях экономики увеличивает безработицу в иных отраслях экономики.

Однако, постепенное восстановление экономической активности будет способствовать снижению экономической неопределенности и росту кредитования нефинансовых организаций. Восстановление производств оказывает положительное влияние на снижение инфляционного разрыва, что должно оказать положительное влияние на индекс потребительских цен.

Завершающий этап структурной трансформации экономики предполагает достижение экономического равновесия на менее развитой технологической базе и постепенный возврат к прежним технологическим и техническим возможностям. Безусловно, в этот период также возможны и научно-технические прорывы в отдельных отраслях экономики.

ДКП на последних двух этапах должна быть направлена на снижение уровня инфляции и инфляционных ожиданий в целях создания благоприятных денежно-кредитных условий. Бюджетная политика должна способствовать достижению цели по инфляции с сохранением точечных мер поддержки импортозамещающих и экспортно-ориентированных организаций.

Эффективность проведения структурной трансформации экономики будет определяться, главным образом, скоростью прохождения экономики через каждый этап структурной трансформации, а также:

- 1) выходом на траекторию устойчивого роста российской экономики выше темпов роста мировой экономики;
- 2) увеличением доли в структуре ВВП малого и среднего бизнеса;

- 3) ростом ненефтегазового экспорта;
- 4) обеспечением опережающего развития отраслей обрабатывающей промышленности, в первую очередь приоритетных, перечень которых установлен Постановлением Правительства Российской Федерации от 15.04.2023 № 603 [4];
- 5) снижением технологической зависимости от зарубежных поставок технологической продукции (технологический суверенитет).

Нельзя не заметить, что первоочередную роль в успехе экономической адаптации экономики будет играть предпринимательская активность. Экономическая политика государства в данном случае должна быть направлена на надлежащий уровень поддержки организаций и создание необходимых условий для их развития.

В исследовании Картаева Ф.С. [51], посвященном моделированию влияния ДКП на экономический рост, доказано, что на долгосрочную динамику выпуска негативное влияние оказывает только высокая инфляция. Следовательно, задачей ДКП в условиях трансформации экономики является недопущение высокой инфляции, удержание инфляции вблизи целевого значения. Более того, считаем, что при низкой инфляции влияние ДКП на экономический рост заметно возрастает, так как в этих условиях центральные банки проводят мягкую ДКП. Это позволяет более активно кредитовать реализацию инвестиционных проектов, что особенно важно в условиях развития приоритетных отраслей экономики. В противном случае, центральному банку необходимо проводить более жесткую политику, так как высокая инфляция сводит к нулю структурные преобразования в экономике [36].

Заметим, что на проведение ДКП в условиях структурной трансформации влияет то, на каком этапе данных преобразований находится экономика. На первом этапе трансформации в условиях внешних шоков происходят масштабные структурные изменения в экономике. В таких условиях задачей ДКП является обеспечение недопущения кредитного

сжатия, инфляционной спирали и содействие макропруденциальной политике в части обеспечения финансовой стабильности. По мере адаптации экономики и ослабления шоков на втором и последующих этапах структурной трансформации ДКП должна обеспечивать стабильность и устойчивость цен, то есть низкую инфляцию для обеспечения более активного кредитования нефинансовых организаций при реализации инвестиционных проектов. При этом, по мере реализации структурной трансформации, могут наблюдаться и отклонения инфляции от цели, которые ДКП должна нивелировать.

Нельзя не согласиться с опасениями Банка России относительно игнорирования инфляционного давления и проведения мягкой ДКП в целях ускорения структурной трансформации экономики, так как данный процесс предполагает использование всех инструментов экономической политики государства, а также необходимые институциональные и инфраструктурные преобразования национальной экономики. К тому же, по оценкам Банка России реакция на денежно-кредитные стимулы со стороны российских нефинансовых организаций остаются невысокими по ряду причин, а именно:

- сохранение высоких инфляционных ожиданий требует проведение более жесткой ДКП на долгосрочном отрезке, что отразится на снижении потенциала ВВП;

- в силу отсутствия конкуренции в отраслях, занятых импортозамещением, стоимость обслуживания кредитов не будет являться ключевым фактором принятия решений о производстве товаров, так как производители смогут перекладывать издержки в цены, не боясь потери клиентов;

- ограниченность потенциала российской экономики невысокой долей компаний в каждой из отраслей, реализующих долгосрочную стратегию развития;

- нейтральностью долгосрочной доходности ОФЗ (данное значение определяет ставки по долгосрочным кредитам коммерческих банков) на изменения ключевой ставки и проч.

Вышеприведенные факты доказывают, что необходимым условием проведения ДКП является низкая инфляция, поэтому проведение политики инфляционного таргетирования в условиях структурной трансформации экономики является оправданным.

В рамках трансформации экономики немаловажным инструментом влияния остаются коммуникации центральных банков. Формирование понятных сигналов о возможных дальнейших решениях центрального банка напрямую влияет на формирование инфляционных ожиданий населения и бизнеса, кривой доходности и денежно-кредитных условий [49]. Помимо этого, центральные банки должны объяснять логику принимаемых решений, что требует от них постоянной работы по повышению своей транспарентности. Считаем, что в условиях возросшей неопределенности большая открытость мегарегулятора помогла бы существенно облегчить условия ведения деятельности нефинансовых организаций через выстраивание предсказуемой и понятной ДКП.

В условиях структурной трансформации экономики коммуникации играют немаловажную роль и в процессе закоривания инфляционных ожиданий населения и бизнеса, что крайне необходимо для снижения процентных ставок и увеличения кредитования бизнеса [50].

Таким образом, необходимыми требованиями проведения ДКП в условиях структурной трансформации экономики являются:

1) В первой фазе структурной трансформации экономики ДКП должна не допускать кредитного сжатия и формирования инфляционных спиралей. Вторая и последующая фазы трансформации предполагают проведение стимулирующей ДКП при обеспечении координации с фискальной политикой, при этом монетарные власти должны, в первую очередь, не допускать существенного отклонения инфляции от цели в любой из фаз структурной перестройки.

2) Открытость, прозрачность и предсказуемость принимаемых решений для населения и бизнеса для снижения неопределенности и формирования

долгосрочных планов развития. На этапах существенных макроэкономических колебаний возможны дополнительные коммуникации для объяснения их причин и роли регулятора в их устранении.

Выводы по главе 1

На основе проведенного анализа научных публикаций произведена периодизация концепций денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики в XX-XXI вв., а также определены причины смены одного этапа на другой. Отражены подходы различных экономических школ к роли ДКП в регулировании экономических процессов. Отмечен современный подход к месту и роли ДКП в структуре экономической политики государства.

На основе анализа различных интерпретаций отечественных и зарубежных авторов, международных организаций и центральных банков определений ДКП представлено авторское определение ДКП, включающее в объекты воздействия ДКП доверие экономических агентов и подтверждающее необходимость учета современных вызовов при реализации политики. Рассмотрены современные инструменты ДКП, цели, объекты, субъекты ДКП и типы целей по инфляции.

Приведены различные подходы к пониманию структурной трансформации экономики, рассмотрены этапы данной трансформации и требования к ДКП на каждом этапе. Определены направления воздействия на деятельность экономических субъектов основных инструментов ДКП (ключевая ставка и коммуникации) во время структурной трансформации экономики.

Глава 2

Сравнительный анализ применения инструментария денежно-кредитной политики в России и в зарубежных странах

2.1 Особенности формирования и реализации денежно-кредитной политики и применения ее инструментария на современном этапе развития российской экономики

Происходящие под влиянием геополитических факторов изменения структуры национальной экономики влекут за собой совокупность макроэкономических изменений, которые достаточно сложно идентифицировать и качественно оценить. После 2022 года часть официальной статистической информации, имеющей ключевое значение для анализа структурной адаптации экономики, была либо ограничена в доступе, либо исключена из публичного оборота, что существенно затрудняет как выявление направлений структурных сдвигов в российской экономике, так и - что особенно важно - точное определение фаз структурной трансформации, выделенных ранее. В этих условиях, стремясь сохранить аналитическую строгость при одновременном учете доступности данных, в настоящей работе мы используем макроэкономический подход, сосредоточивая внимание на агрегированных показателях и общих тенденциях, воздерживаясь от дезагрегированного отраслевого анализа, невозможного без надежной и прозрачной статистической базы.

В большинстве учебников по экономической теории [30-32] для объяснения логики государственного вмешательства в экономику и понимания деловых циклов применяют модель совокупный спрос-совокупное предложение (AD-AS), позволяющая обнаружить краткосрочные экономические колебания и достижение/недостижение макроэкономического равновесия. Воспользуемся данной моделью для анализа экономической

ситуации в России в период структурной трансформации экономики.

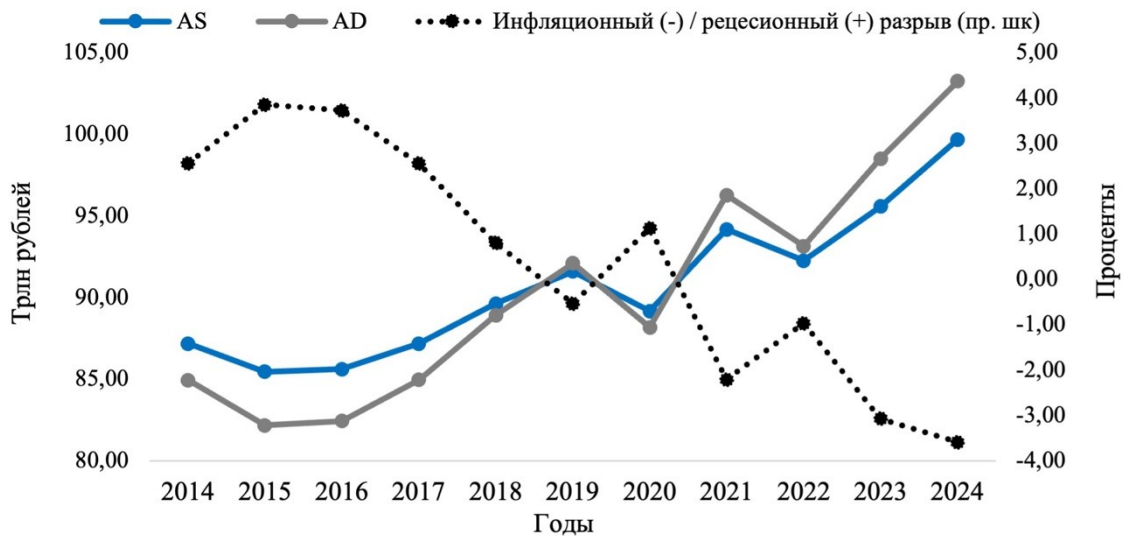
В основу данного анализа положена методология, апробированная в работах [54; 80], где компоненты совокупного спроса из макроэкономического тождества моделируются в зависимости от совокупного предложения. Адаптируя данный подход к российской экономике на данных с 2014 – 2024 гг., представим уравнение регрессии (2.1)

$$\begin{aligned}
 AD &= 0,13 \times AS + 8899,89 \times 0,612 \times AS - 4969,87 + 0,161 \times AS + \quad (2.1) \\
 &+ 2665,190,721 \times 0,719 \times AS - 62531,31 = \\
 &= 1,42139 \times AS - 55940,1,
 \end{aligned}$$

где AD – совокупный спрос;

AS – совокупное предложение.

Визуализируем данную модель на рисунке 2.1.



Источник: составлено автором по данным [198].

Рисунок 2.1 - Динамика совокупного спроса, совокупного предложения и инфляционного/деинфляционного разрыва в макросистеме России за 2014-2024 гг., в ценах 2016 года

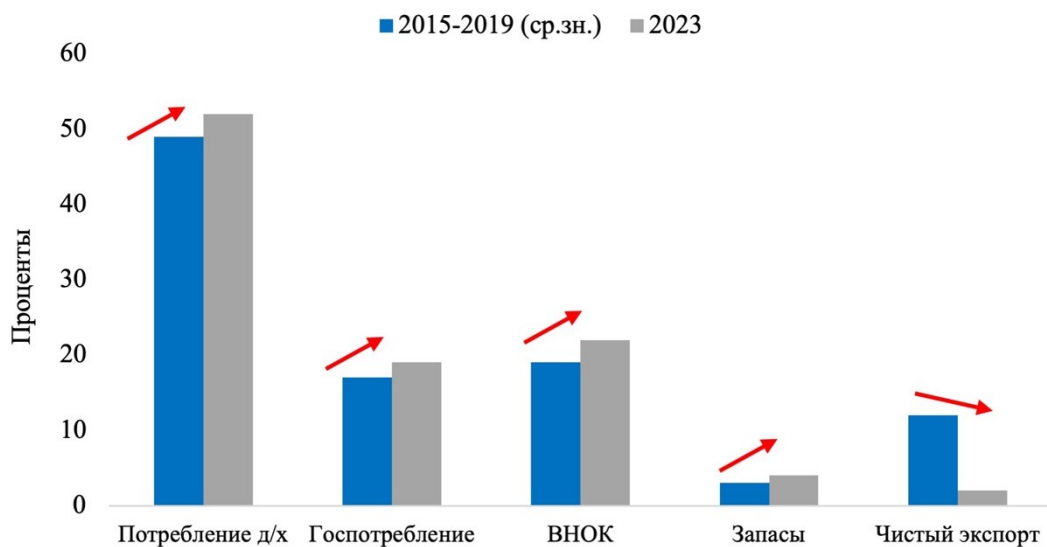
Рисунок 2.1 позволяет сделать следующие выводы:

- на начальном этапе таргетирования инфляции вплоть до 2021 года снижение инфляции в значительной степени обеспечивалось за счет рецессионного разрыва, обусловленного устойчивым превышением совокупного предложения над спросом;

- в периоды острых фаз кризисов (2020, 2022 гг.) динамика совокупного спроса и предложения демонстрировала высокую степень синхронности на фоне отрицательного роста ВВП, что привело к временному «закрытию» рецессионного разрыва;

- переломной точкой стал 2021 год, когда на фоне постковидного оживления и структурных сдвигов в экономике возник инфляционный разрыв, свидетельствующий о переходе к фазе перегрева. К 2023-2024 гг. масштабы этого разрыва стали рекордными за весь анализируемый период (свыше 3%), указывая на качественно новое, более напряженное состояние баланса спроса и предложения в экономике.

Компонентный анализ ВВП позволяет также выявить трансформацию экономики России. Проведем анализ структуры ВВП в 2023 году по сравнению со средним показателем 2015-2019 гг. на рисунке 2.2.



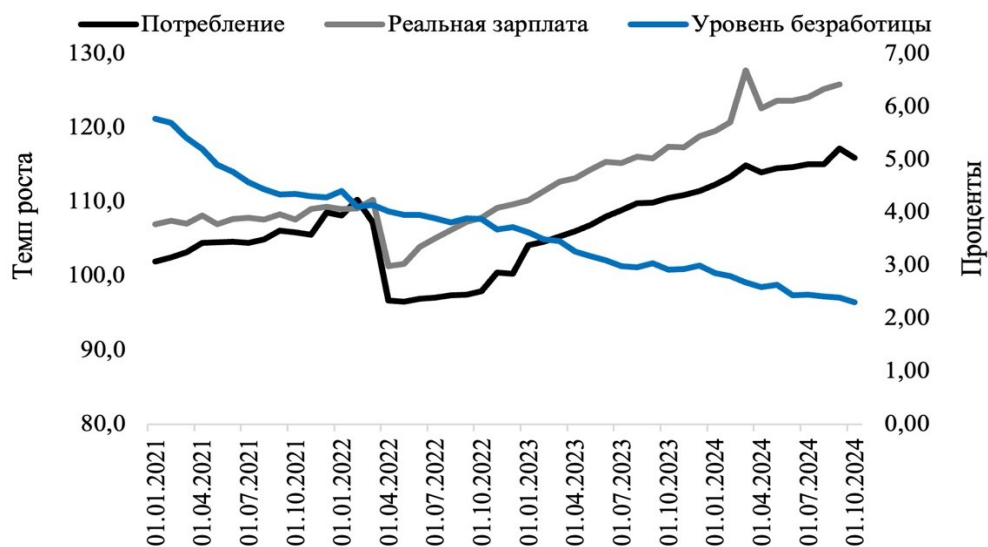
Источник: составлено автором по данным [198].

Рисунок 2.2 – Динамика вклада компонент в ВВП в постоянных ценах 2021 года, в процентах

Данные рисунка 2.2 демонстрируют снижение открытости национальной экономики: доля вклада внешнего сектора в ВВП снизилась, экономика Российской Федерации начала определяться больше внутренними факторами, в том числе за счет развития новых производств, роста потребительских и государственных расходов. Увеличение внутреннего спроса также подтверждается активным развитием отечественных

производств. Так, например, по данным Росстата в 2023-2024 годах активно развивалась автомобильная промышленность, производство готовых металлических изделий, компьютеров, электронных и оптических изделий, в том числе благодаря активной государственной поддержке.

Изменение спроса в экономике определяется факторами производства, которые сильно ограничены, в том числе в условиях санкций. Подтверждением данного тезиса являются показатели рекордно низкой безработицы, ограничивающие возможности роста предприятий.



Источник: составлено автором по данным [196].

Рисунок 2.3 – Динамика реальной заработной платы, потребления и уровня безработицы с 2021 года, в процентах

Ограниченность трудовых ресурсов приводит к росту заработных плат, поскольку предприятия стремятся задействовать новые ресурсы, «переманивая» сотрудников из других организаций или увеличивая заработную плату своим работникам.

Увеличение заработных плат, безусловно, сказывается на росте потребительских расходов. В условиях, когда доступ к современным технологиям и факторам производства ограничен, а внутренний спрос растет, возникает разрыв выпуска, то есть превышение стороны спроса над предложением, что оказывает повышательное давление на инфляцию.

Эмпирическая проверка данного положения требует разложения инфляции на компоненты. С этой целью проведем оценку вклада шоков

спроса/предложения в инфляцию методом оценки на основе VAR - моделей, предложенной в работе [161] для проведения такой оценки в США. Отметим, что данная методика также используется в МВФ [117] и в Европейском центральном банке [167].

Оценка может быть проведена при помощи формулы (2.2)

$$A^i z_{i,t} = \sum_{j=1}^N A_j^i z_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2.2)$$

где $z_i = \begin{bmatrix} q_i \\ p_i \end{bmatrix}$;

$$A^i = \begin{bmatrix} 1 & -\sigma^i \\ \delta^i & 1 \end{bmatrix}.$$

Также следует, что $\varepsilon_i = \begin{bmatrix} e_i^s \\ e_i^d \end{bmatrix}$ отражает структурные шоки спроса и предложения в период t . В частности, $\varepsilon_{i,t}$ представляет изменения в кривых шоков спроса (например, бюджетный или кредитный импульс, которые увеличивают уровень цен и объемы продаж товаров/услуг) и предложения (например, санкции/неурожай, ускоряющие рост цен, но объемы продаж при этом снижаются) в момент времени t . Восстановление структурных шоков предполагает проведение оценки в сокращенной форме для цены и количества (z_i), и остатков в сокращенном виде, $v_{i,t}^q$ и $v_{i,t}^p$ (2.3)

$$z_{i,t} = [A^i]^{-1} \sum_{j=1}^N A_j^i z_{i,t-j} + v_{i,t}, \quad (2.3)$$

где $v_i = \begin{bmatrix} v_i^q \\ v_i^p \end{bmatrix}$.

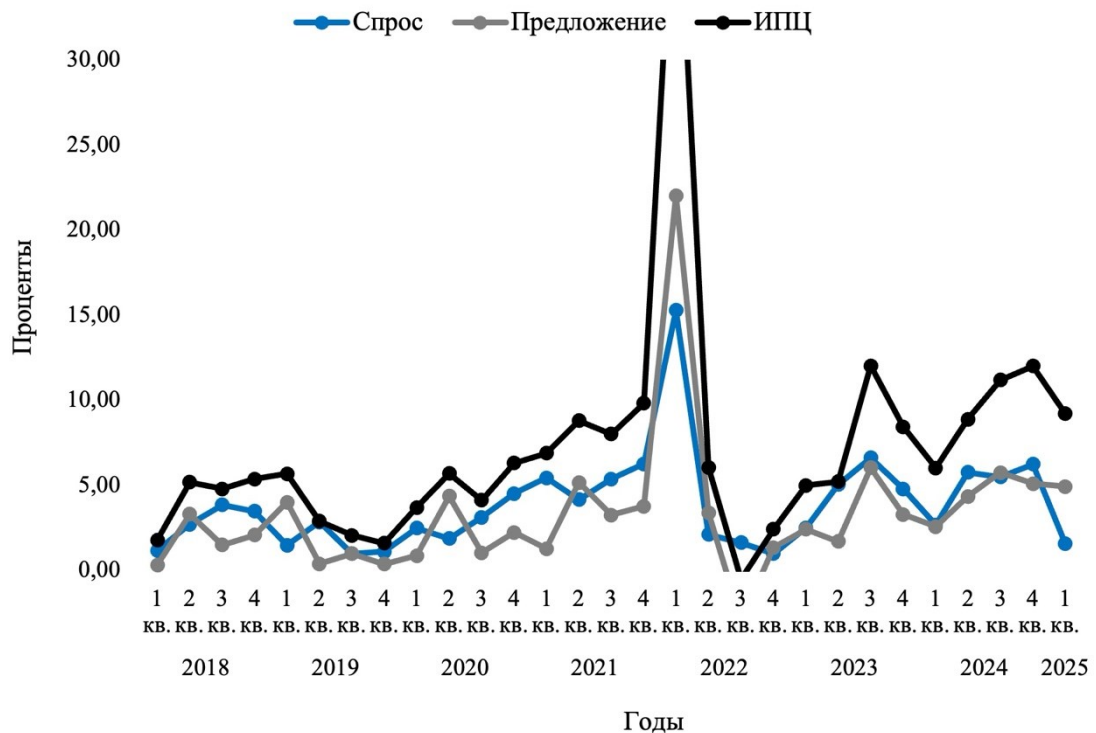
Структурные шоки можно восстановить с помощью преобразования остаточных значений в сокращенной форме (2.4)

$$e_{i,t} = A^i v_{i,t}. \quad (2.4)$$

Остатки VAR-моделей, оцененных на уровне категорий потребительской корзины (например, продовольственные товары,

непродовольственные товары, услуги), используются для классификации периодов по преобладающему типу шока (спроса или предложения). Затем определяется вклад шоков каждой категории в общую инфляцию на основе веса этой категории в потребительской корзине [14].

Результаты оценки модели (2.2) – (2.4) с использованием данных с сайта Банка России и Росстата представлены на рисунке 2.4.

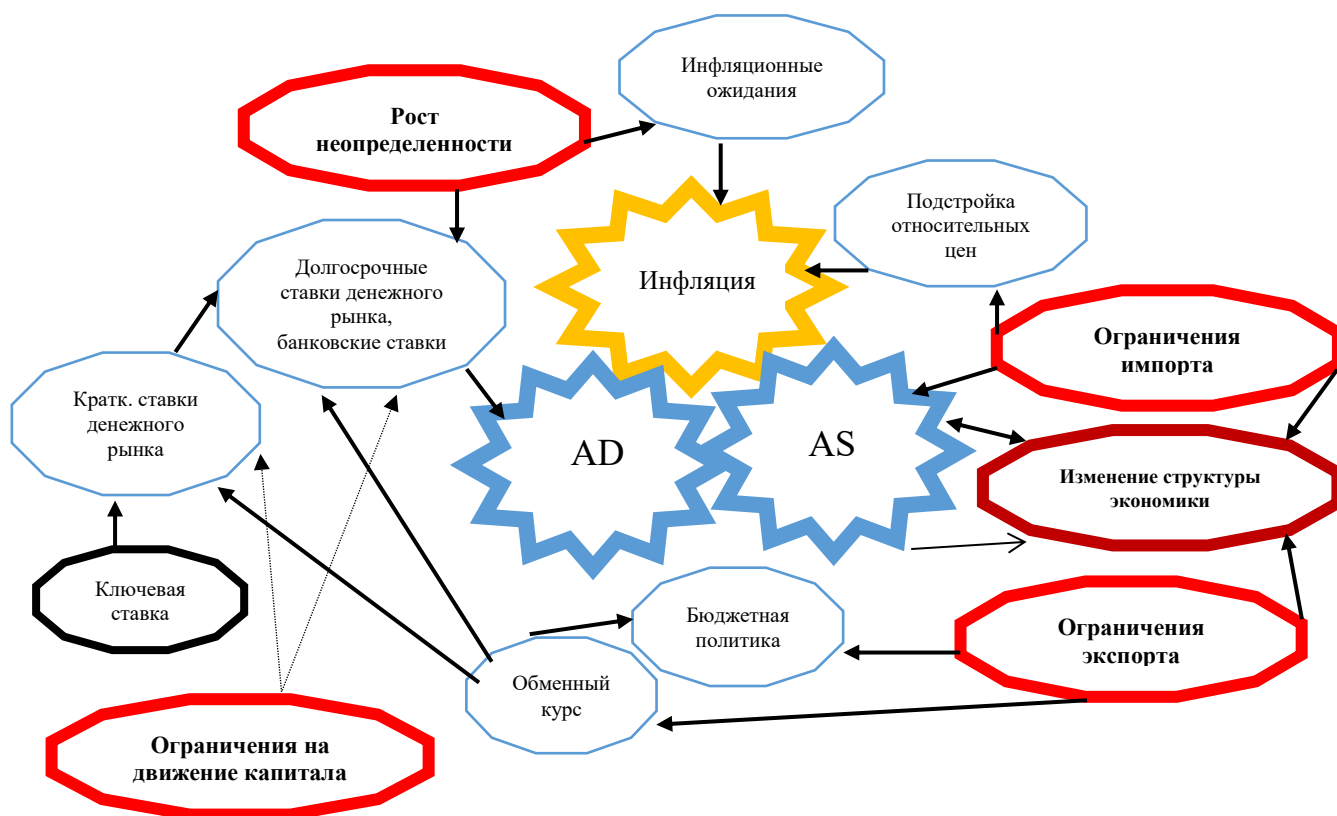


Источник: рассчитано и составлено автором по данным [196; 198].

Рисунок 2.4 – Вклад шоков спроса и предложения в общую инфляцию, в процентах

Рисунок 2.4 показывает, что вклад шоков спроса в инфляцию в период структурной адаптации экономики преимущественно опережал вклад предложения. Рост доходов населения, расширение кредитования и государственные расходы увеличили инфляционное давление. Свою роль также сыграли отрицательные шоки предложения, связанные с введением беспрецедентных санкций.

Перейдем к анализу проведения ДКП и влияния на нее вышеописанных факторов. Схематично данное влияние представлено на рисунке 2.5.



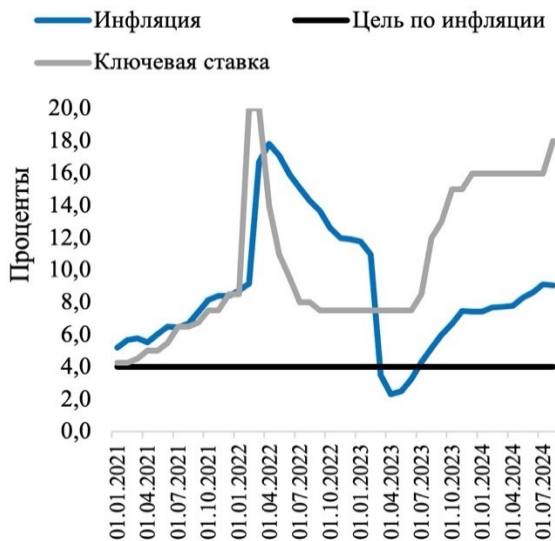
AD- совокупный спрос, AS – совокупное предложение.

Источник: составлено автором.

Рисунок 2.5 – Влияние структурной трансформации и санкционных ограничений на ДКП

В параграфе 1.3 отмечалось, что главный вклад Банка России в процесс структурной трансформации экономики – это обеспечение ценовой стабильности, поскольку именно данный фактор способствует макроэкономической стабильности и снижает стоимость заемного капитала.

Рассмотрим изменения инфляции и ключевой ставки с начала 2022 года.



Источник: составлено автором по данным [196; 198].

Рисунок 2.6 – Динамика инфляции и ключевой ставки за период 2021-2024 г., в процентах



Источник: составлено автором по данным [196].

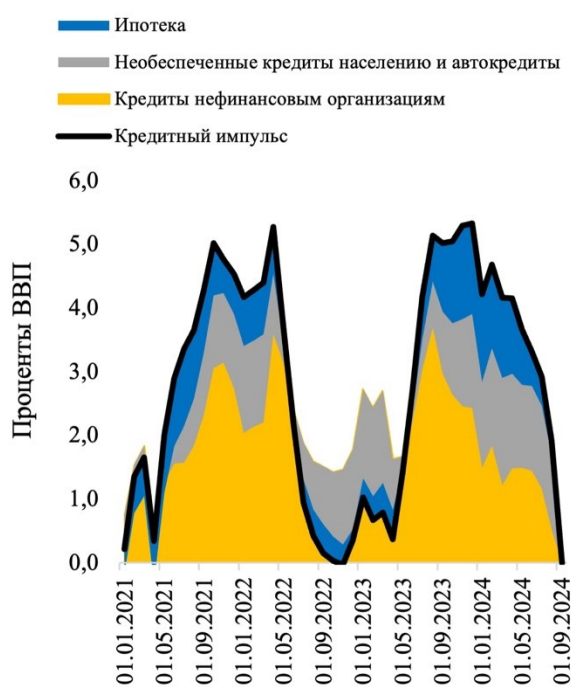
Рисунок 2.7 – Кредитование физических и юридических лиц в период 2021 – н.в., в процентах г/г

В марте 2022 года рост инфляции и ключевой ставки был существенным: ключевая ставка была увеличена с 8,5 до 20%, что позволило обеспечить не только обуздание инфляции, но и достичь макрофинансовой стабильности. Заметим, что увеличение ключевой ставки до 20% с целью поддержания ценовой стабильности не оказало ограничивающих эффектов для динамики кредитования. Повышение ключевой ставки на 1 процентный пункт (далее – п.п.) приводил к снижению кредитования приблизительно на 0,4 п.п. ежемесячно, однако оценка данного эффекта на гранулярных данных показала, что данный эффект не является значимым [79]. С июля 2023 года по настоящее время наблюдается существенное отклонение инфляции от цели, что обуславливает проведение жесткой ДКП и сохранение высокой реальной процентной ставки. Вместе с тем, как видно на рисунках 2.6 и 2.7, несмотря на ужесточение ДКП темпы кредитования остаются высокими.

Проблемы во взаимоотношениях между организациями, возникших из-за геополитических шоков в 2022 году, повлияли на масштабные изменения относительных цен, которые отразились на уровне инфляции и на проведении ДКП [83]. В исследовании [130] упоминается, что при шоках, которые

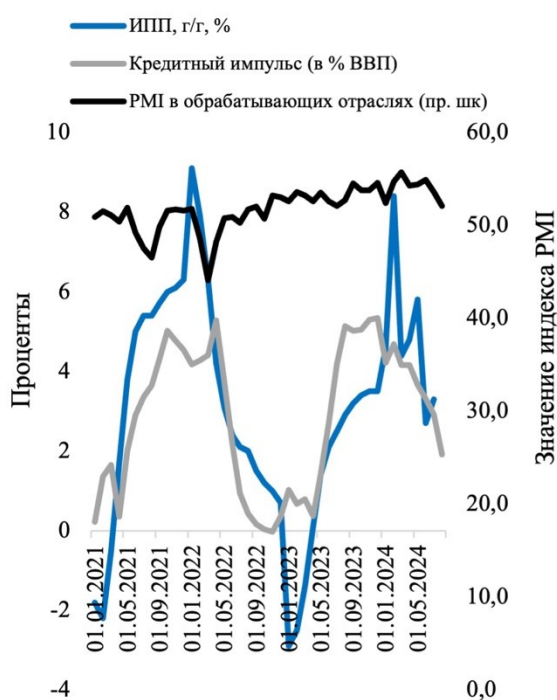
оказывают влияние на изменения относительных цен, ДКП может допустить более высокую инфляцию. Поэтому, для поддержки предприятий в 2022 году Банк России допускал более медленное возвращение инфляции к цели. В этих условиях предприятия смогли сохранить допустимый уровень рентабельности производства при возросших затратах, в том числе на замену комплектующих и изменения цепочек поставок. Проведение мягкой ДКП в 2022 году (после первоначальных шоков) позволило избежать падения внутреннего спроса и потенциального ВВП. Отметим, что на долгосрочном периоде изменение относительных цен не оказывает существенного влияния на инфляцию и является нормальным процессом для экономического развития страны.

Рисунок 2.8 показывает, что за анализируемый период кредитный импульс менялся как в объемах, так и по структуре.



Источник: составлено автором по данным [35].

Рисунок 2.8 – Кредитный импульс, в процентах ВВП



Источник: составлено автором по данным [196].

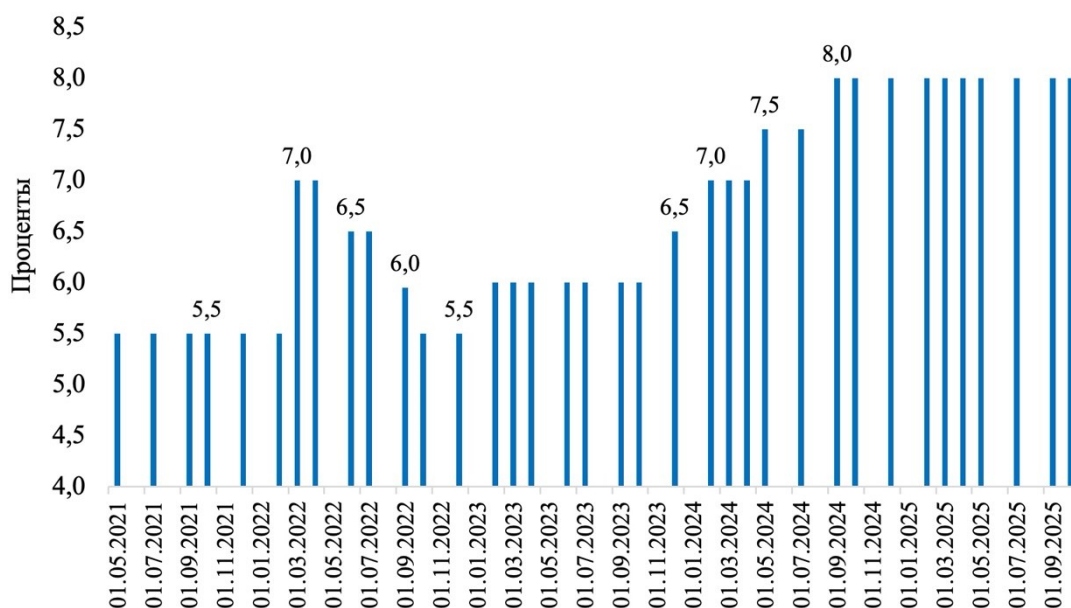
Рисунок 2.9 – Влияние кредитного импульса на деловую активность

В период постковидного восстановления и начала структурной трансформации кредитный импульс расширился: большую долю в его структуре начали занимать корпоративные кредиты по сравнению с

доковидным периодом. После падения импульса во второй половине 2022 года, он опять увеличился, вернувшись к показателям 2021 года.

Рисунок 2.9 отражает значимое влияние кредитного импульса на развитие российской промышленности. Отметим, что корреляция между кредитным импульсом и индексом промышленного производства составляет - 0,736, между индексом PMI (в обработке) – 0,41. Однако за последние годы данное влияние немного снизилось как следствие расширения бюджетного импульса, направленного на финансирование отраслей, ориентированных на государственный спрос.

При анализе ключевой ставки следует также обратить внимание на проблему роста номинальной нейтральной ставки в период после начала структурной трансформации экономики. Центральные банки, обычно, рассматривают нейтральную ставку как долгосрочный ориентир для процентных ставок в экономике. На нейтральную ставку оказывают влияние внешние и внутренние факторы: проводимая бюджетная политика, которая более подробно будет рассмотрена в параграфе 2.3, демография, потенциал экономики, развитие финансового рынка и мировая экономика. Рассмотрим оценки нейтральной ставки для России на рисунке 2.10.



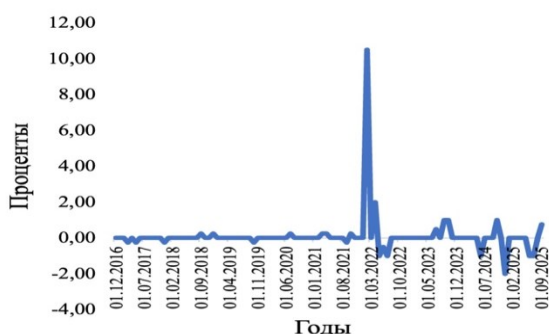
Источник: составлено автором по данным макроэкономических опросов Банка России [196].

Рисунок 2.10 – Оценки долгосрочной нейтральной ставки в России, в процентах

Представленный рисунок демонстрирует изменения в оценках нейтральной ставки после начала структурной трансформации экономики в сторону увеличения. Причиной тому, по оценкам Банка России [11], послужили стимулирующая бюджетная политика, необходимость активного наращивания капитала для финансирования структурной перестройки и санкционные ограничения (премия за риск). По сути, экономика с 2022 года вступила в новую парадигму с более высокой стоимостью капитала, что, безусловно, снижает долгосрочный потенциал роста экономики.

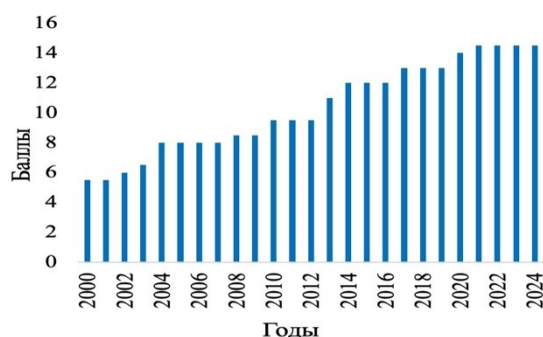
Наряду с ключевой ставкой основным инструментом ДКП являются коммуникации [11]. В условиях адаптации экономики коммуникации центрального банка играют ключевую роль не только в содействии достижения цели по инфляции, но и в снижении уровня неопределенности, а также в повышении доверия к принимаемым монетарными властями решениям. Считаем, что особую актуальность коммуникации приобретают в условиях жестких денежно-кредитных условий, содействуя более быстрому возвращению инфляции к цели посредством закоривания инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Данные рисунка 2.12 свидетельствуют о том, что с начала периода политики таргетирования инфляции коммуникации Банка России активно развивались. Однако остается нерешенной проблема предсказуемости решений Банка России, несмотря на высокую транспарентность ДКП.



Источник: составлено автором по данным [196].

Рисунок 2.11 - Отличия решений по ключевой ставке Банка России от ожиданий профессиональных аналитиков, в процентах

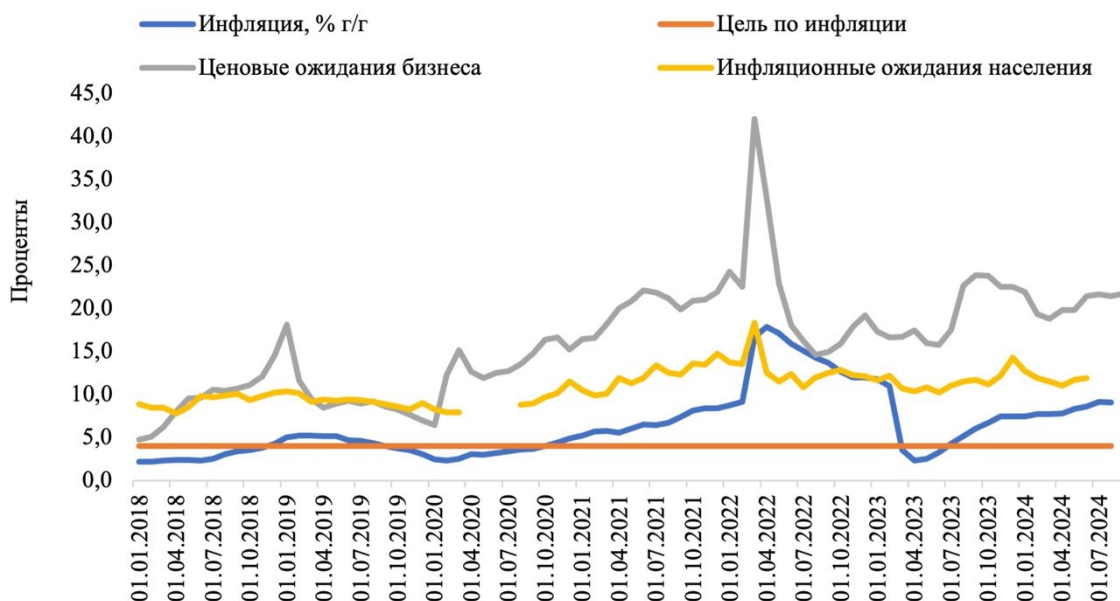


Источник: составлено автором по данным [50].

Рисунок 2.12 – Оценка транспарентности ДКП Банка России, в баллах

Рисунок 2.11 подтверждает возможность дальнейшего роста предсказуемости и совершенствования коммуникационной политики Банка России. Непредсказуемость своих решений Банк России объясняет информационным преимуществом при принятии решений по сравнению с профессиональными аналитиками [86], которое ярко проявилось в декабре 2024 года, когда ожидания рынков в отношении ключевой ставки были на уровне 23%, а Банк России сохранил ставку 21%, объяснив свое решение новыми данными по кредитованию.

При проведении политики таргетирования инфляции важную роль также играют инфляционные ожидания населения и бизнеса. Данные рисунка 2.13 показывают, что несмотря на жесткую ДКП ожидания экономических субъектов остаются заметно выше цели.



Источник: составлено автором по данным [196; 198].

Рисунок 2.13 – Инфляционные и ценовые ожидания населения и бизнеса (соответственно), в процентах

Анализ влияния санкционных ограничений и необходимость структурной перестройки национальной экономики на проведение ДКП в разрезе каналов трансмиссионного механизма представлены в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Влияние меняющихся условий на проведение ДКП

№	Каналы трансмиссионного механизма	Факторы, оказавшие влияние на работе данного канала	Влияние на ДКП
1	2	3	4
1	Процентный	Льготные программы кредитования населения и бизнеса	Действие программ снижает отклик изменения банковских ставок на изменения ключевой ставки
		Авансирование государственных контрактов	Автономный повышенный спрос на депозиты, то есть не зависящий от ключевой ставки
2	Узкий кредитный канал	Высокая прибыль банковского сектора и рост капитала банков	Активное наращивание предложения кредита
		Регуляторные меры поддержки Банка России и Правительства Российской Федерации	Дополнительная поддержка кредитования
		Увеличение доли кредитования по плавающей ставке	Формирование ложных ожиданий относительно будущей траектории ключевой ставки
3	Канал благосостояния	Высокие уровни потребительских настроений и индикатора бизнес-климата	Автономный повышенный спрос на депозиты, то есть не зависящий от ключевой ставки, а также высокий спрос на кредиты от бизнеса в условиях повышенных ставок
4	Валютный канал	Ограничения на движение капитала, экспорта и импорта продукции	Ослабленная реакция курса на изменение ключевой ставки
5	Канал ожиданий	Экономическая неопределенность	Рост инфляционных ожиданий и осторожность бизнеса в части расширения производств
		Бюджетная политика (в части формирования макроэкономических ожиданий)	Рост инфляционных ожиданий и доходностей ОФЗ

Источник: составлено автором.

В соответствии с данными таблицы 2.1 проведем анализ двух каналов трансмиссионного механизма ДКП, результативность которых, по нашему

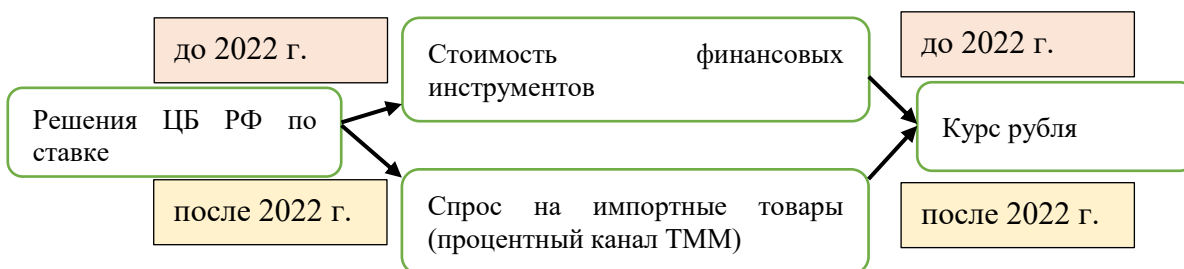
мнению, наиболее снизилась ввиду внешних ограничений и структурной перестройки.

В первую очередь, это касается работы валютного канала: ограничения на движение капитала повлияли на формирование курса национальной валюты, что отражено на рисунке 2.14.



Источник: составлено и рассчитано автором по данным [196].
Рисунок 2.14 – Динамика счета текущих операций, в млрд долл.

В странах, широко интегрированных в мировую торговлю, курс национальной валюты определяется как финансовым счетом, так и счетом текущих операций. Колебания, возникающие на валютном рынке, нивелируются действиями внутренних и внешних финансовых институтов. При введении ограничений на движение капитала, роль счета текущих операций на национальную валюту усиливается, что сказывается на влиянии решений по ДКП на курс национальной валюты.



Источник: составлено автором по данным [84].
Рисунок 2.15 – Трансмиссия решений ЦБ РФ на курс рубля: сравнение до и после 2022 года

Рисунок 2.15 демонстрирует разницу влияния решений Банка России об уровне ключевой ставке на курс национальной валюты. Например, при повышении уровня ключевой ставки не происходит укрепления национальной валюты (как до введения санкций), значит инфляция остается на прежнем уровне за счет более слабого курса рубля (и наоборот). Для компенсации работы валютного канала требуется более существенная реакция Банка России. Кроме того, в контексте ограничений на импорт и проведение финансовых операций макроэкономические шоки, воздействие которых до введения данных ограничений не оказывало значительного влияния на инфляцию, приобретают проинфляционный характер, что также обуславливает необходимость реализации более жесткой ДКП [85].

Отметим также влияние на процентный канал трансмиссионного механизма программ льготного кредитования. Первоначально в условиях макроэкономических шоков применение данного инструмента позволило поддержать экономику: Правительство Российской Федерации, осуществляя дополнительные бюджетные расходы на стимулирование льготного кредитования, поддержало совокупный спрос. Получая льготные кредиты, компании смогли пополнить свои оборотные средства и расширить производство. Население получило возможность удовлетворить свои потребности по более доступным кредитам. Однако с точки зрения макроэкономических эффектов ДКП результаты действия программ кредитования с государственной поддержкой неоднозначны. Рассмотрим данную проблему на примере льготного ипотечного кредитования, занимающее в структуре портфеля льготных кредитов около 2/3 всего портфеля. Благодаря льготной ипотеке удовлетворяются не только потребности населения в улучшении жилищных условий, но и поддерживается отрасль жилищного строительства и смежные к ней отрасли за счет увеличения спроса на жилье. Однако в части ипотечного кредитования, наблюдаются и отрицательные эффекты.



Источник: составлены автором по данным [196].

Рисунок 2.16 - Рублевое соотношение выдач льготных кредитов, в процентах

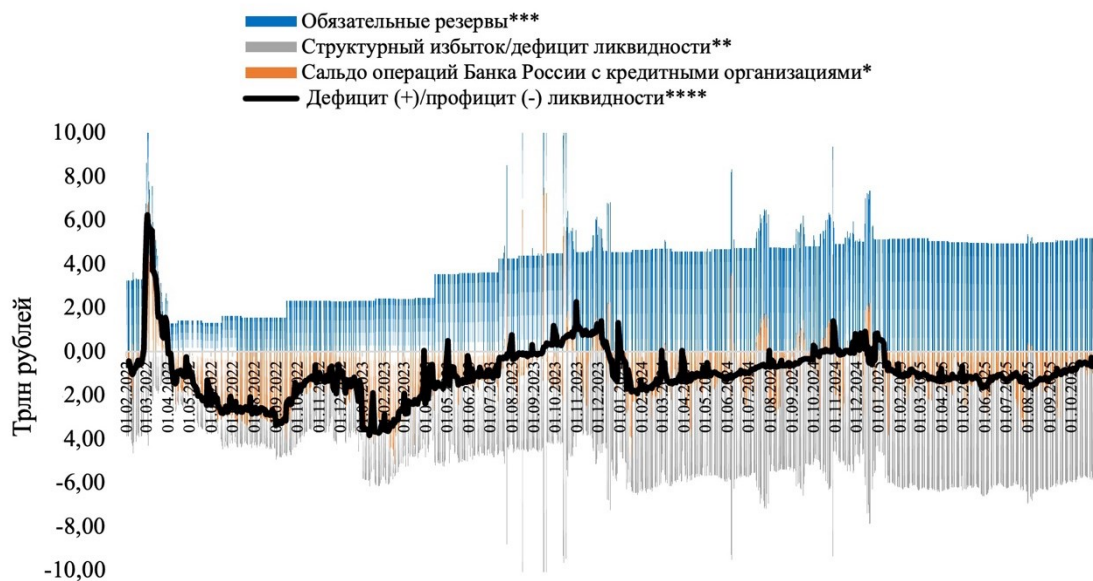
Рисунок 2.17 - Расходы федерального бюджета на льготную ипотеку (семейная, льготная и Дальневосточная), в млрд руб.

На рисунке 2.16 видно, что начиная с 2022 года доля льготных кредитов в структуре ипотечного кредитного портфеля резко возросла и к началу 2024 года составляла 70%, что ограничило работу трансмиссионного механизма ДКП, так как льготные программы кредитования слабо чувствительны к изменениям ключевой ставки. Более того, на рисунке 2.17 отражено влияние роста ключевой ставки к увеличению бюджетных расходов. По мере роста ставки бюджет компенсирует разницу между льготной и рыночной ставками по кредиту. Поэтому крайне важно обеспечить адресность и краткосрочность льготных программ кредитования как для населения, так и для бизнеса в целях повышения результативности данных программ и снижения негативных эффектов для макроэкономической стабильности, так как при массовости заемщиков и долгосрочном использовании эффективность данного инструмента снижается за счет растущей нагрузки на бюджет.

Непосредственным процессом трансляции Банком России своих решений на экономику является процесс управления ликвидностью банковского сектора и ставками денежного рынка, в рамках которого происходит взаимодействие с банками [91], поскольку операционной целью ДКП является сближение ставок в сегменте овернайт денежного рынка с

ключевой ставкой [91].

Операционная процедура ДКП в 2022–2025 годах продемонстрировала свою гибкость и адаптивность. Этот период стал временем не только ответов на внешние шоки, но и активной трансформации инструментария, направленной на повышение результативности передачи сигналов ДКП. Представим баланс ликвидности банковского сектора в период структурной адаптации экономики на рисунке 2.18.



- * - Сальдо операций Банка России с кредитными организациями = требования Банка России к кредитным организациям - обязательства Банка России перед кредитными организациями
 ** - Структурный избыток/дефицит ликвидности = операции на возвратной основе, не относящиеся к стандартным инструментам ДКП - Средства банков на корсчетах в Банке России
 *** - Обязательные резервы = Обязательные резервы, подлежащие усреднению на корсчетах
 **** Дефицит (+)/профицит (-) ликвидности = Сальдо операций Банка России с кредитными организациями + Структурный избыток/дефицит ликвидности + Обязательные резервы

Источник: составлено и рассчитано автором по данным [196].

Рисунок 2.18 – Дефицит/профицит ликвидности банковского сектора, в трлн руб.

Операционным ориентиром является процентная ставка RUONIA (ставка овернайт необеспеченного сегмента денежного рынка), выбор которой является оптимальным, по нашему мнению, не только с учетом мирового опыта установления операционных целей, но и особенностей российского денежного рынка (например, в отличие от ставок репо и валютного свопа денежного рынка, чей уровень на межбанковском рынке не зависит от стоимости и доступности обеспечения). Рассмотрим изменения ставки RUONIA на рисунке 2.19.



Источник: составлено и рассчитано автором по данным [196].

Рисунок 2.19 – Изменения ставки RUONIA, в процентах

Начальный этап структурной адаптации российской экономики ознаменовался резким переходом банковского сектора от структурного профицита к острому дефициту ликвидности, что было связано с несколькими факторами. Во-первых, Федеральное казначейство снизило размещение средств в банках в пользу наращивания остатков средств на Едином казначейском счете в Банке России для их оперативного использования. Во-вторых, регулятор активно проводил валютные интервенции в целях стабилизации ситуации на валютном рынке. В-третьих, из-за роста экономической и геополитической неопределенности население предъявляло высокий спрос на наличность [9].

В результате ставка RUONIA, ключевой операционный ориентир, отклонилась от ключевой ставки, а ее волатильность резко возросла. Необеспеченный сегмент межбанковского кредитного рынка (далее - МБК) практически замер, доверие между банками снизилось, а стоимость заимствований для отдельных участников превышала верхнюю границу процентного коридора. Банк России также был вынужден приостановить использование операций «валютный своп» в качестве инструмента ДКП [196].

Для поддержки банковского сектора Банк России принял ряд

оперативных мер [8; 9; 13; 196]: переход от депозитных аукционов к аукционам репо для предоставления ликвидности; проведение аукционов без лимитов («тонкой настройки») по предоставлению и абсорбированию ликвидности; расширение доступа к рефинансированию: расширение Ломбардного списка, смягчение требований к обеспечению (в том числе нерыночным активам), снижение ставок и введение новых форм кредитования (ломбардные кредиты). Дополнительную поддержку оказало снижение нормативов обязательных резервов и гибкое применение механизма усреднения, что позволило банкам мгновенно высвободить значительный объем средств с корреспондентских счетов.

Реализованные меры, вместе с возобновившимся притоком бюджетных средств и нормализацией спроса на наличность, позволили уже со второй половины марта 2022 года стабилизировать ситуацию. RUONIA вернулась к формированию вблизи ключевой ставки, а активность на денежном рынке начала восстанавливаться.

По мере улучшения ситуации с ликвидностью Банк России начал сворачивать ряд принятых мер [196]: лимиты по операциям «тонкой настройки» были снижены, ужесточились требования к активам, принимаемым в обеспечение. С мая 2022 года в целях девальютизации балансов кредитных организаций Банк России увеличил норматив обязательного резервирования в иностранной валюте.

В 2023 году банковский сектор с дефицита ликвидности в начале года вернулся в режим структурного профицита ликвидности в конце года. Основными драйверами профицита стали масштабные бюджетные расходы, финансируемые в том числе за счет средств Фонда национального благосостояния [13]. Ставка RUONIA преимущественно формировалась в нижней половине процентного коридора с отрицательным спредом. С начала года Банк России возобновил операции «валютный своп» по продаже юаней за рубли с целью ограничить волатильность процентных ставок денежного рынка при формировании временного дисбаланса в спросе и предложении

юаневой ликвидности.

Главным структурным изменением 2023 года стала трансформация механизмов предоставления ликвидности [8]. Механизмы были четко разделены в основной (далее - ОМ) и дополнительный (далее - ДМ).

ОМ применяется для управления ставками денежного рынка и достижения операционной цели ДКП. Предполагается привлечение средств под высококачественное обеспечение (ценные бумаги и права требования рейтингом не ниже «АА-») по ставкам, близким к ключевой [13]. ДМ заменяет механизм экстренного предоставления ликвидности, позволяя привлекать средства под более широкий пул обеспечения (рейтинг не ниже «А-»), но по повышенной ставке (ключевая + 1,75 п.п.) [13]. Совершенствование операционной процедуры происходило в целях повышения ее гибкости, внедрения контрциклического подхода к обеспечению и стимулирования кредитных организаций к поддержанию высококачественных активов.

Заметим, что в 2023 году впервые были введены дифференцированные нормативы обязательного резервирования по обязательствам в валютах «дружественных» и «недружественных» стран (наиболее высокие - для последних), что повлияло на политику дедолларизации балансов банков.

2024 год стал периодом адаптации банковского сектора к новым механизмам (ОМ/ДМ) и ужесточению регуляторных требований, в частности, к полному соблюдению норматива краткосрочной ликвидности (далее - НКЛ) с 1 марта 2024 года [12]. Структурный профицит ликвидности банковского сектора в начале 2024 года сохранился ввиду притока бюджетных средств и сезонного возвращения наличных средств в кредитные организации. В отличие от 2023 года, данная ликвидность была распределена между банками более равномерно.

Отмена послабления по НКЛ не только заставило системно значимые кредитные организации (далее – СЗКО) перестраивать балансы - увеличивать долю высоколиквидных активов и привлекать более долгосрочное фондирование, но и временно усилило давление на RUONIA вниз (снизило

спрос на краткосрочные займы МБК) и повысило спрос на кредиты Банка России под нерыночные активы в рамках ОМ. Отмечаем, что несмотря на данное давление на RUONIA ставки денежного рынка оставались вблизи ключевой ставки. Объем операций на денежном рынке продолжал расти, что свидетельствовало о его восстановлении [7].

Банк России ввел возможность досрочного возврата депозитов с сохранением для банков процентного дохода по ставке овернайт, что повысило гибкость управления их ликвидностью. Для дестимулирования использования дорогих кредитов ОМ в регуляторных целях (для соблюдения НКЛ) с 6 ноября 2024 года права требования по кредитным договорам стали приниматься в обеспечение только в рамках дополнительного механизма (ДМ). Также в целях минимизации влияния на рыночное ценообразование были установлены ставки по операциям «валютный своп» в юанях на уровне ключевой ставки.

В 2024 году стабилизировалась работа бюджетного канала: Федеральное казначейство активно использовало краткосрочные инструменты (депозиты овернайт, пополняемые депозиты), сделав влияние бюджетных операций на ликвидность более предсказуемым и плавным.

В начале 2025 года, как и в предыдущие годы, банковский сектор имел профицит ликвидности как следствие бюджетных операций и сокращения спроса на наличность со стороны экономических агентов [11]. Банк России возобновил регулярные операции на внутреннем валютном рынке, называемые операциями «зеркалирования». Обязательные резервы, будучи основным инструментом формирования спроса на ликвидность, продолжали расти по причине роста депозитов в банках.

Значимое влияние на структуру операций Банка России оказывала ситуация с соблюдением СЗКО НКЛ - банкам приходилось наращивать привлечение кредитов Банка России в рамках ОМ.

Наиболее активно в 2025 году применялись аукционные инструменты, а именно аукционы репо (в том числе на срок - 1 неделя), и в меньшей степени

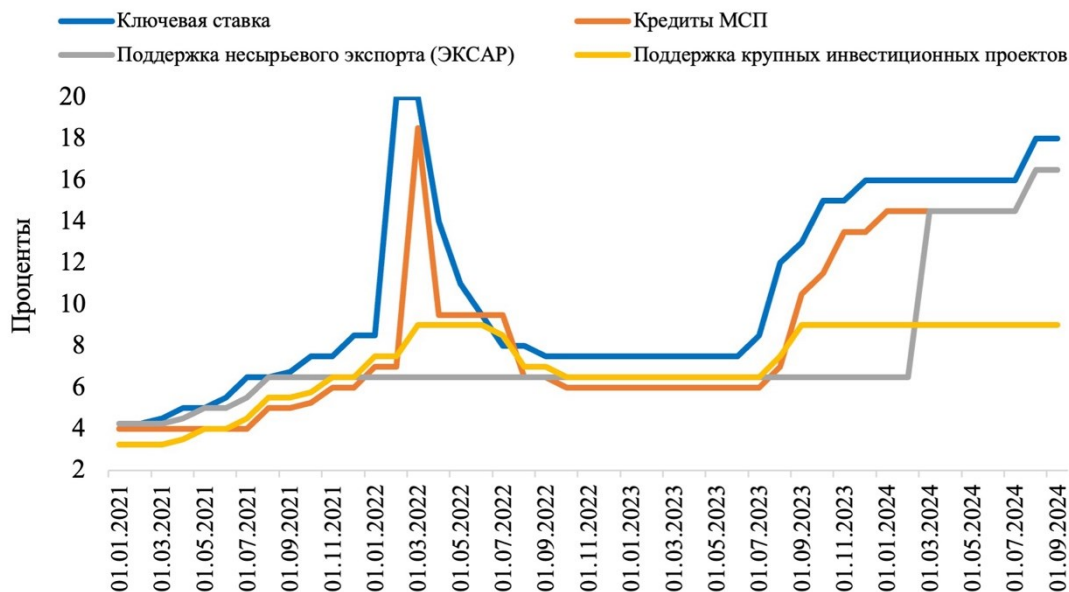
- депозитные аукционы. По мере появления дефицита ликвидности у участников возрос спрос на привлечение средств. Аукционы репо (предоставление ликвидности) лучше всего подходили для удовлетворения этого спроса. В апреле 2025 года Банк России перешел с недельных депозитных аукционов на недельные аукционы репо. Это было прямым ответом на изменившуюся ситуацию: при структурном дефиците необходимо было не абсорбировать (депозиты), а предоставлять ликвидность (репо).

Анализ операционной процедуры ДКП в период 2022 – 2025 годов показал, что система инструментов в рамках данной процедуры прошла путь от оперативного реагирования на внешние шоки к выстраиванию более сложной и устойчивой архитектуры управления ликвидностью и ставками денежного рынка. За весь анализируемый период, несмотря на внешние шоки и инфраструктурные ограничения, Банк России достигал операционной цели ДКП: среднее значение отклонения ставки RUONIA от ключевой ставки (спред) составил - 20 б.п., что немного превышает значение 2021 года (-15 б.п.), но меньше стандартного шага ДКП, равным 0,25 б.п. Отметим, в 2025 году спред снизился до уровня 2021 года.

Ключевыми трендами стали повышение гибкости инструментов, усиление контрциклической направленности и интеграция задач ДКП с мерами по укреплению финансовой стабильности. Эти изменения позволили не только преодолеть кризисные явления, но и заложить основу для более эффективного и устойчивого функционирования финансовой системы в среднесрочной перспективе, сохраняя при этом главный приоритет - контроль над инфляцией через управление процентными ставками денежного рынка.

Банк России также активно применяет специализированные механизмы рефинансирования, особенности использования которых в период структурной трансформации экономики представлены в приложении Д.

Процентные ставки по таким механизмам отображены на рисунке 2.20.

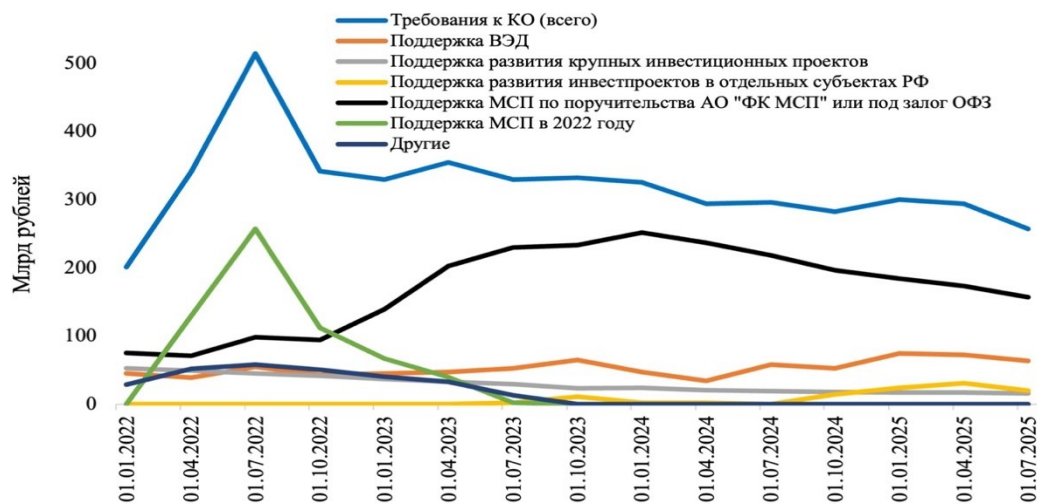


Источник: составлено автором по данным [196].

Рисунок 2.20 – Процентные ставки по специальным механизмам рефинансирования в период структурной трансформации российской экономики, в процентах

Рисунок 2.20 показывает, что данные механизмы позволяют поддерживать более мягкие денежно-кредитные условия в наиболее значимых отраслях национальной экономики, что, в том числе, оказывает положительное влияние на темпы кредитования нефинансовых организаций.

Рисунок 2.21 позволяет констатировать, что основную долю в структуре объемов использования специализированных инструментов рефинансирования занимает поддержка МСП. В 2022-2024 гг. наблюдался положительный тренд на рост объемов кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства, несмотря на высокие реальные ставки в экономике.



Источник: составлено автором по данным [196].

Рисунок 2.21 – Требования Банка России к кредитным организациям (КО) в части использования специализированных инструментов рефинансирования, в млрд руб.

Отметим, что действие большинства механизмов на сегодняшний день приостановлены, объемы использования специализированных механизмов также снижаются, поскольку Банку России важно сохранять действенность процентного канала трансмиссионного механизма ДКП.

Анализ реализации ДКП требует оценки ее оптимальности. Для этих целей воспользуемся уравнением (2.5) спецификации модифицированного правила Тейлора (правила ДКП) [176]

$$i_{\text{мод } t} = \gamma i_{\text{мод } t-1} + (1 - \gamma) \left(r^* + \pi_{t+12}^0 + \alpha (\pi_{t+12}^0 - \pi_{t+12}^*) + \mu(z_t) \right) + Shocks_t, \quad (2.5)$$

где $i_{\text{мод } t}$ – номинальная краткосрочная процентная ставка, устанавливаемая центральным банком в момент времени t (модифицированная ставка ДКП);

$i_{\text{мод } t-1}$ – значение ставки в предыдущий период;

γ – коэффициент сглаживания;

r^* – реальная равновесная ставка процента;

α – коэффициент, который отражает реакцию центрального банка на изменение ожидаемого уровня инфляции;

π_{t+12}^* – целевой уровень инфляции в следующие 12 месяцев;

π_{t+12}^0 – ожидаемый уровень инфляции в следующие 12 месяцев;

z_t – индекс предпринимательской уверенности (ИПУ) (прокси для «разрыва» выпуска или уровня деловой активности в стране, альтернативный способ оценки перегрева или рецессии в экономике с использованием данных опросов предприятий);

μ – коэффициент, отражающий реакцию Центрального банка на изменение индекса предпринимательской уверенности;

$Shocks_t$ – остатки из оцененного монетарного правила Тейлора (шоки ставки ДКП) (подчиняются стандартному нормальному распределению).

При этом переменная π_{t+12}^0 рассчитывается дополнительно на основе ежемесячных данных из опросов Банка России «Об инфляционных ожиданиях и потребительских настроениях» по формуле (2.6)

$$\pi_{t+12}^0 = \pi_{t+i_1}^0 + \frac{(12-i_1) \times (\pi_{t+i_2}^0 - \pi_{t+i_1}^0)}{12}, \quad (2.6)$$

где π_{t+12}^* – целевой уровень инфляции в следующие 12 месяцев;

π_{t+12}^0 – ожидаемый уровень инфляции в следующие 12 месяцев;

i_1 – количество месяцев до конца текущего дня для периода t года;

i_2 – количество месяцев до конца следующего дня для периода t года.

Представленная спецификация уравнения Тейлора учитывает структурные сдвиги экономики путем введения экзогенных дамми-переменных, поэтому, по нашему мнению, данная модель наиболее подходит для оценки оптимальности траектории ключевой ставки.

Заслуживает внимания переменная z_t , которая характеризует индекс предпринимательской уверенности – агрегированный показатель, характеризующий состояние российской экономики на основе опросов представителей бизнеса из разных отраслей. Изменение данного индекса

характеризует ожидания предприятий относительно объемов производства и спроса в будущем. В случае перегрева экономики представители бизнеса оценивают спрос на свою продукцию выше нормального уровня, запасы готовой продукции ниже оптимального и ожидают роста выпуска в будущем, и, наоборот, - при отрицательном разрыве выпуска.

Полученные результаты оценки спецификации уравнения Тейлора с учетом структурных сдвигов российской экономики представлены на рисунке 2.22.



Источник: составлено автором по данным [196; 198].

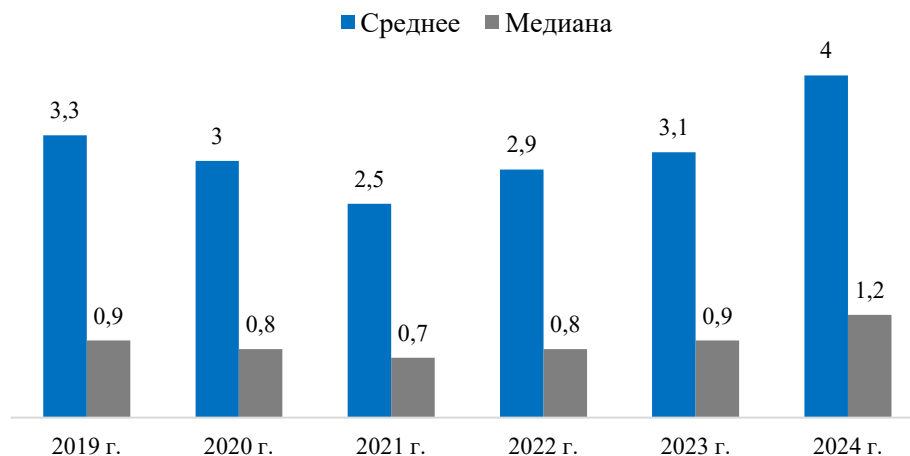
Рисунок 2.22 – Сопоставление результатов оценки уравнения правила Тейлора с фактической ключевой ставкой Банка России и ожиданиями аналитиков, в процентах

Оценки позволяют сделать вывод, что реализуемая ДКП, в целом, выглядит как оптимальная. Более того, упомянутая нами ранее проблема инфляционного разрыва в модели AD-AS подтверждается и в данной модели при оценке параметров уравнения: в среднем с февраля 2022 года коэффициент при индексе предпринимательской уверенности увеличился на 0,05 п.п., что подтверждает гипотезу об усилении влияния динамики разрыва выпуска в определении траектории ключевой ставки Банка России.

В научной литературе [129] и в экспертном сообществе [192] нередко можно встретить мнение, что жесткость ДКП наносит непоправимый вред экономике, в первую очередь, через «канал издержек». Для опровержения

данного мнения приведем два убедительных аргумента:

1) Процентные расходы российских компаний не существенны в себестоимости продукции. В исследовании авторов [76] по выборке компаний на данных СПАРК установлено, что доля процентных расходов в себестоимости продукции не превышала 4% в 2024 году, как показано на рисунке 2.23.



Источник: составлено автором по данным [76].

Рисунок 2.23 – Доля процентных расходов в себестоимости продаж российских компаний, в процентах

Показатель 2024 года немного выше аналогичного показателя 2019 года. Напомним, что ключевая ставка в 2019 году была на уровне 6-7%. Получается, что корреляция между высокой ключевой ставкой и изменениями процентной нагрузки российских компаний довольно низкая. Более того, из вышеуказанного исследования также следует, что для половины компаний процентная нагрузка не превышает 1,2%, а значительная часть нефинансовых организаций (27%) вообще не имеют процентных расходов.

2) В российской экономике деньги нейтральны (даже супернейтральны). Доказательство этой гипотезы представлено в работе авторов [69], которые на основе российских данных 1995-2023 гг. подтвердили долгосрочную нейтральность и супернейтральность денег в экономике. Данный вывод позволяет с уверенностью сказать, что стимулирование роста производства посредством мягкой ДКП приведет не к росту объемов выпуска, а к росту цен.

Приведенный вывод особенно важен для Российской Федерации в условиях структурной трансформации экономики, поскольку в таких условиях остро стоит проблема и снижения инфляции, и обеспечения экономического роста.

Доводы в пользу надлежащего характера проведения ДКП в России лишний раз доказывают, что лучшим вкладом монетарных властей в процесс структурной трансформации экономики является ценовая стабильность.

Несмотря на то, что текущая политика оценивается как оптимальная, представляет интерес анализ альтернативного развития событий. Для оценки контрфактического сценария ДКП в Российской Федерации, то есть траектории ключевой ставки и инфляции в отсутствие экзогенных геополитических шоков, возникших с 2022 года, был построен прогноз, представленный на рисунке 2.23 на основе исторических данных за период с сентября 2013 года по январь 2022 года. Прогнозирование выполнено с использованием ранее описанного уравнения Тейлора для прогнозирования ключевой ставки. Для инфляции была применена библиотека Prophet на языке программирования Python, которая основана на аддитивной декомпозиции временного ряда и особенно эффективна при наличии выраженного тренда, сезонности и нерегулярных изменений, характерных для макроэкономических показателей. Математически она задается формулой (2.7)

$$y(t) = g(t) + s(t) + h(t) + e_t, \quad (2.7)$$

где $y(t)$ – объясняемая переменная;

$g(t)$ – нелинейный тренд;

$s(t)$ – сезонные компоненты, аппроксимируемые с помощью ряда Фурье;

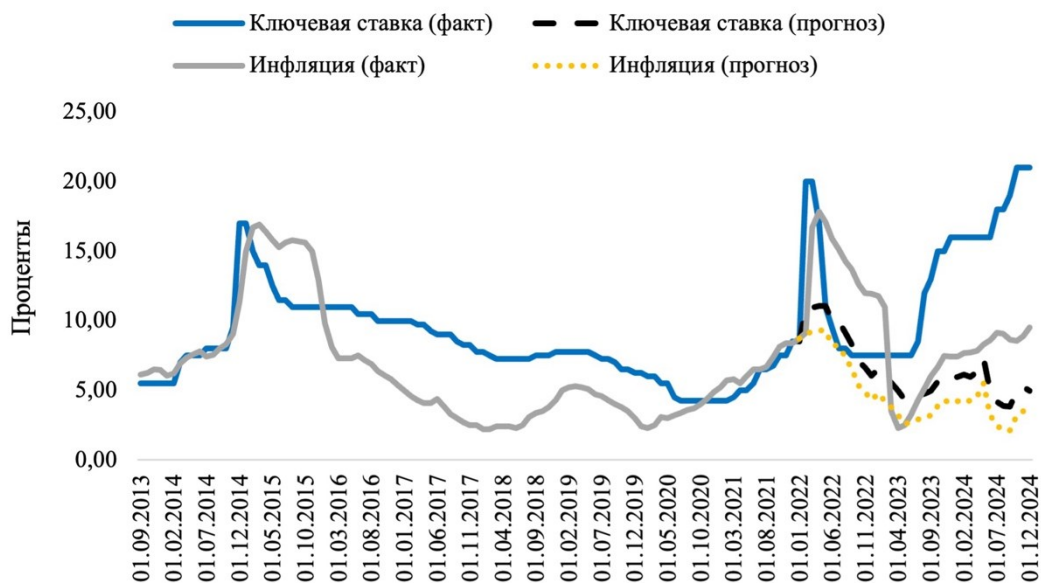
$h(t)$ – эффекты априори заданных событий;

e_t – случайная ошибка.

Ключевое преимущество используемого подхода - устойчивость к пропускам и выбросам, а также отсутствие необходимости в предварительной

трансформации ряда для достижения стационарности, что делает его удобным инструментом для моделирования траектории инфляции.

Представим на рисунке 2.24 полученные траектории в период 2022-2024 гг. при отсутствии внешних шоков и необходимости структурной трансформации национальной экономики. Прогнозы интерпретируются как сценарий, отражающий динамику ключевой ставки и инфляции при сохранении режима ДКП и экономических условий, сложившихся до 2022 года. Заметим, что полученные траектории, в целом, схожи с прогнозами Банка России, представленных в «Основных направлениях единой государственной ДКП на 2022 год и плановый период 2023 и 2024 годов» [13] и Министерства экономического развития в «Прогнозе социально-экономического развития Российской Федерации на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов» [18].



Источник: составлено и рассчитано автором по данным [196].

Рисунок 2.24 – Упрощенный прогноз траектории ключевой ставки Банка России в сравнении с фактическими значениями, в процентах

Полученные прогнозные значения на рисунке 2.24 в сравнении с фактическими значениями ключевой ставки отражают разницу в траектории ключевой ставки и денежно-кредитных условий (гораздо более мягких). Отметим, что прогнозная траектория, в целом, соответствует общемировым

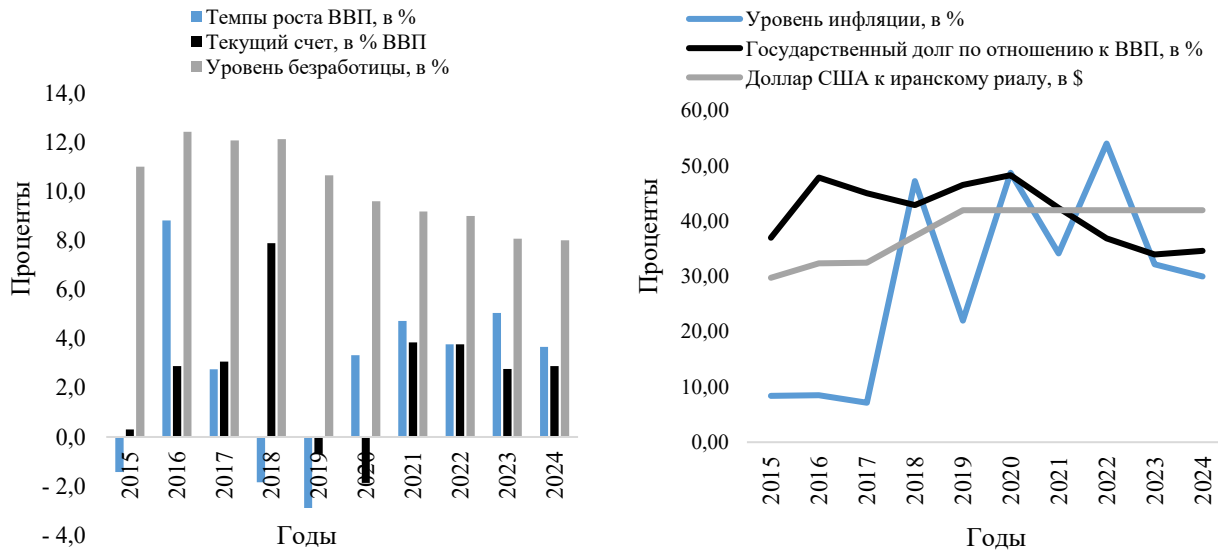
трендам траектории процентных ставок в постковидной экономике [23].

Таким образом, основными эффектами структурной трансформации экономики с точки зрения влияния на нее формирования и реализации ДКП являются: подстройка относительных цен, смещение совокупного спроса во внутренний сектор, разрыв выпуска, низкий уровень безработицы, бюджетный импульс и высокая доля льготного кредитования в структуре кредитного портфеля банков. Несмотря на активное применение системы инструментов ДКП и специализированных механизмов рефинансирования, основными инструментами ДКП, в том числе для содействия структурной трансформации экономики, остаются ключевая ставка и коммуникации.

2.2 Опыт зарубежных центральных банков по проведению денежно-кредитной политики и использования ее инструментария в условиях макроэкономических шоков

Согласно платформе - базе данных Castellum AI [199], осуществляющей мониторинг введенных против стран санкций, лидерами по числу ограничений наряду с Россией являются Иран, Сирия, КНДР, Белоруссия и Венесуэла. Доступ к данным Сирии и КНДР сильно ограничен, а опыт Белоруссии считаем малозначимым для анализа по причине зависимости ее экономики от экономики России. В настоящем исследовании выбор стран для анализа ДКП и применяемых инструментов пал на Иран и Венесуэлу по причине наличия доступа к необходимым данным, а также схожести структуры экспорта этих стран с Россией, связанной с экспортом нефти.

Рассмотрим основные макроэкономические показатели Ирана в период возобновления санкций с 2018 года на рисунке 2.25.



Источник: составлено автором на основе оценок Всемирного банка [179] и МВФ [180].

Рисунок 2.25 – Динамика основных макроэкономических показателей Ирана

С 2018 года экономика Ирана вошла в рецессию, продолжавшуюся около двух лет, а с 2020 года экономика перешла к стадии восстановительного роста. По данным рисунка 2.25 можем увидеть значительное увеличение уровня инфляции и снижение стоимости национальной валюты после возобновления санкций. В отличие от России, Иран имел большую возможность роста использования трудовых ресурсов для проведения политики противодействия санкциям, что подтверждается высоким уровнем безработицы. Основные санкции были сконцентрированы на финансовом и нефтяном секторах экономики.

В целях противодействия санкционным ограничениям в стране действует программа «Экономика сопротивления», направленная на снижение зависимости страны от иностранных государств [89]. Политика импортозамещения и внешние ограничения вынудили иранскую экономику проводить структурную трансформацию экономики: доходы бюджета от нефти, которые до момента возобновления санкций составляли 30-40 %, в 2023 году снизились до 10-15%. Перестройка экономики прослеживается и в нефтяных секторах экономики. Так, например, активно развиваются химическая, фармацевтическая, военная, машиностроительная и продовольственная отрасли экономики [135].

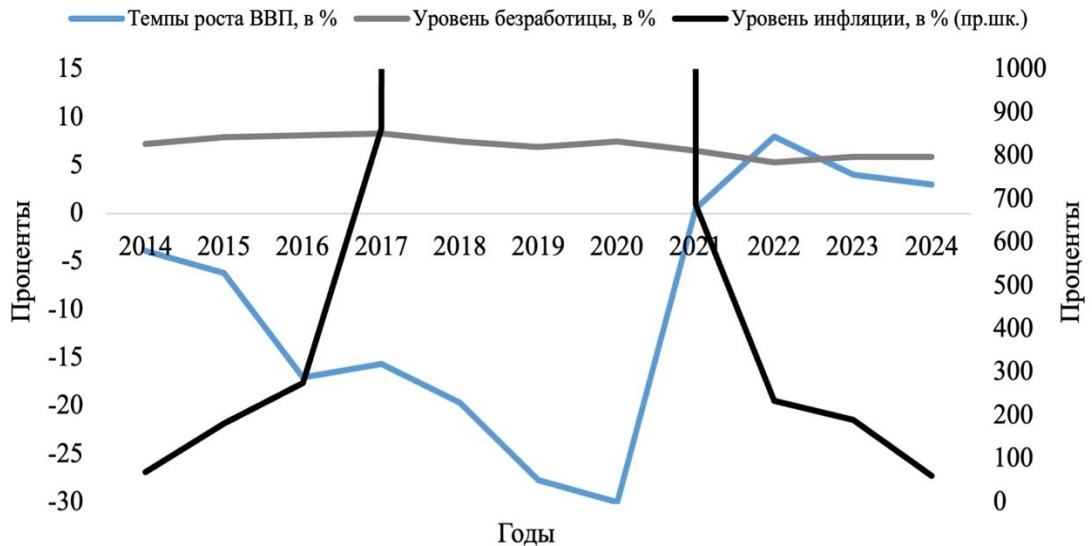
Несмотря на точечные успехи в импортозамещении экономическая ситуация в стране остается тяжелой как следствие проводимой макроэкономической политики и, в первую очередь, ДКП. ДКП является сильно ограниченной по причине необходимости соблюдения норм шариата, то есть применения исламских принципов банковской деятельности. В этой связи Центральный банк Ирана различает прямые (установление нормы прибыли для частных банков и кредитных границ) и косвенные инструменты (установление коэффициента обязательных резервов, проведение операций на открытом рынке - облигации в данных операциях заменяются на бумаги участия и партнерства инвесторов в экономической деятельности - и открытие депозитного счета в центральном банке в целях поглощения «избыточных» средств банков).

Основными результатами проводимой ДКП являются обесценение национальной валюты и высокая инфляция, что, безусловно, создает барьеры для осуществления структурных изменений в национальной экономике. Причинами высокой инфляции являются эмиссия денег для финансирования дефицита бюджета и девальвация национальной валюты. Необходимо также отметить, что около 70% выдаваемых кредитов в стране приходится на предприятия государственного сектора, что снижает возможности для диверсификации экономики, ключевую роль в которой, по нашему мнению, играют частные компании [123].

В Иране устанавливаются три курса национальной валюты - официальный, рыночный и курс для импортеров и экспортеров (NIMA - онлайн система валютного обмена). Первоначально, в апреле 2018 года, иранские власти предприняли попытку стабилизировать национальную валюту путем объединения официального курса обмена с рыночным, одновременно объявив операции по конвертации валюты по рыночному курсу нелегальными и равносильными контрабанде. Тем не менее, поддержание единого фиксированного курса оказалось невозможным ввиду несоответствия между уровнем государственного регулирования и динамикой рынка,

вследствие чего правительству пришлось отказаться от данной меры [96]. Официальный курс привязан к доллару и используется для покупок товаров первой необходимости за рубежом. NIMA и рыночный курс равнозначны.

На рисунке 2.26 видно, что ситуация в Венесуэле в анализируемый период выглядит хуже по сравнению с Ираном.



Источник: составлено автором на основе оценок Всемирного банка [179] и МВФ [180].

Рисунок 2.26 – Динамика основных макроэкономических показателей Венесуэлы

Ухудшение макроэкономической ситуации в Венесуэле началось преимущественно с 2017 года после введения санкционных ограничений на осуществление финансовых операций и торговлю нефтью. Экономика, находившаяся в условиях рецессии, с 2017 года ухудшила свое положение еще больше: в стране наблюдалась гиперинфляция, продолжавшаяся до 2023 года. Ситуация несколько улучшилась с 2024 года, когда к концу года была зафиксирована инфляция около 60%.

В отличие от России и Ирана в данной стране отсутствует установленный правительством курс на проведение структурной трансформации экономики, которая носит хаотичный и несистемный характер. Так, например, в целях компенсации нефтяных доходов, доля которых в структуре экспорта составляла 90-95%, страна перешла на добычу и экспорт других видов полезных ископаемых, продажа которых осуществляется через нелегальные схемы [133].

В целях поддержки экономики Центральный банк Венесуэлы использовал ряд инструментов, представленных в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Применения инструментария ДКП в Венесуэле

Инструменты ДКП	Особенности применения	Эффект от применения инструментария
Валютные аукционы	Еженедельные аукционы с ограниченным объемом иностранной валюты (менее \$50 млн в 2022 г.)	Частично сдерживал спекуляции, но объемов хватало лишь на 5% потребностей
Ограничение эмиссии боливара	В целях снижения темпов роста цен по причине эмиссии денег для финансирования дефицита бюджета ЦБ Венесуэлы снизила темпы годовой эмиссии с 10,000% (2018) до 150% (2022 г.)	Финансирование дефицита бюджета продолжалось через «теневые» механизмы (например, кредиты госкомпаниям)
Легализация доллара	Разрешение на открытие валютных счетов в банках. Отмена штрафов за долларовые транзакции	60% транзакций перешли в USD, снизив инфляцию. Потеря суверенитета денежной политики
Стерилизация избыточной ликвидности	Выпуск краткосрочных облигаций (например, BONOS PDVSA). Повышение резервных требований для банков	Незначительный эффект из-за отсутствия доверия к гособлигациям
Деноминация национальной валюты	В стране произошло две деноминации в 2018 («убрали» 5 нулей) и 2021 годах («убрали» 6 нулей)	Гиперинфляция не остановлена. Фактически наличные почти исчезли – основная масса расчетов в долларах или через электронные платежи через криптовалюту Petro

Источник: составлено автором по данным [133; 170].

Реализованные меры позволили частично улучшить макроэкономическую ситуацию, но лишили страну финансового суверенитета: при переходе на расчеты в долларах доверие к национальной валюте снизилось.

Опыт проанализированных стран показывает, насколько важно обеспечивать стабильную макроэкономическую ситуацию после введенных санкций, в первую очередь, поддерживая низкий уровень инфляции и стабильность национальной валюты. В исследовании [147] автор показывает необходимость внедрения политики инфляционного таргетирования в

условиях высокой инфляции в Венесуэле с одновременным достижением роста доверия к центральному банку и укреплением его независимости, в том числе для более результативного противодействия к санкциям.

Опыт Ирана и Венесуэлы демонстрирует альтернативные подходы к ДКП в условиях санкционных ограничений, однако их методы оказались малоэффективными для стабилизации экономики. В отличие от них, ряд стран с формирующимся рынком – такие как Бразилия, Казахстан и Чили - избрали иной путь. Данные страны не ощутили на себе бремя санкционных ограничений, однако эффекты от санкций, по нашему мнению, сопоставимы с другими кризисами (падение ВВП, рост инфляции и инфляционных ожиданий и девальвация национальной валюты). Опыт стран, успешно преодолевших негативные эффекты от кризисов, может быть полезен для России.

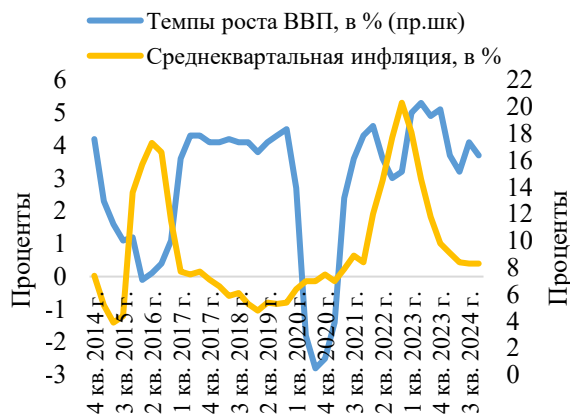
Для целей проводимого анализа эти страны были отобраны по следующим признакам: во-первых, для оценки применения опыта других центральных банков для России будет правильно проанализировать только те страны, которые применяют политику таргетирования инфляции; во-вторых, уровень экономического развития данных стран (использовался показатель ВВП (ППС) на душу населения по методологии Всемирного Банка [179]) должен быть сопоставим с Россией или страны должны иметь схожую по структуре экономику; в-третьих (не обязательный пункт) страна должна быть крупным экспортером полезных ископаемых. Наш выбор пал на Бразилию, Казахстан и Чили.

Несмотря на то, что Бразилия и Чили перешли к политике инфляционного таргетирования в начале XXI в., представляется целесообразным при анализе макроэкономических шоков учитывать только период после глобального экономического кризиса 2007-2009 гг., поскольку после этого периода ДКП трансформировалась: появилась необходимость использования нетрадиционных инструментов, осознание того, что причиной роста цен могут быть не только монетарные факторы и что не только стабильность цен и выпуска обеспечивают финансовую стабильность [59].

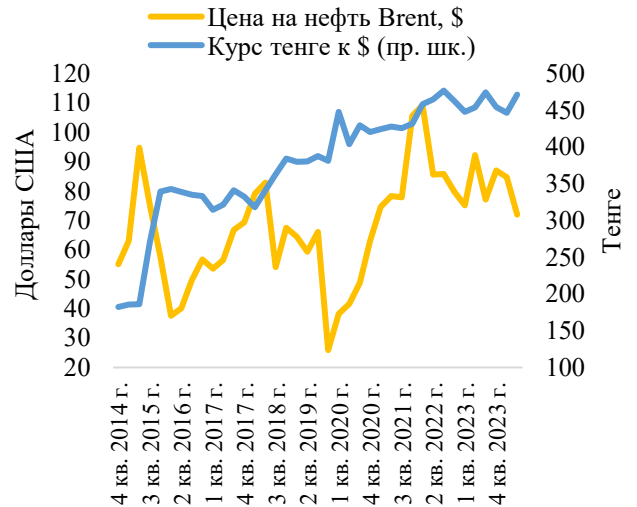
Казахстан. Национальный банк Республики Казахстан (далее – НБРК, Нацбанк РК, Национальный банк) начал применять политику таргетирования инфляции с сентября 2015 года, а плавающий валютный курс с августа 2015 года.

Для анализа представим основные макроэкономические показатели, в том числе показатели денежно-кредитного рынка на рисунке 2.27.

а. Темпы роста ВВП и среднеквартальная динамика инфляции в 2015-2024 гг.



б. Курс национальной валюты и цена на нефть в 2015-2024 гг.



Источник: составлено автором по данным [182; 188].

Рисунок 2.27 – Динамика основных макроэкономических показателей Казахстана

На основе данных рисунка 2.27 выделим три макроэкономических шока:

1) 2015-2016 гг.; 2) Covid-19; 3) 2022 г.

Кризис 2015–2016 гг., обусловленный переходом к режиму таргетирования инфляции и плавающему валютному курсу, носил преимущественно институциональный характер и имеет ограниченную сопоставимость с последующими внешними шоками, поэтому его опыт в данном контексте не рассматривается как релевантный.

Наиболее показательным с точки зрения внешнего воздействия стал период пандемии Covid-19. Как видно из рисунка 2.27, казахстанская экономика ощутимо пострадала: резкое снижение мировых цен на нефть на фоне обвала потребительской активности привело к сокращению ВВП на 2,5% в 2020 году. Вместе с тем стоит подчеркнуть, что это падение оказалось

значительно менее глубоким по сравнению со многими развитыми странами.

Шоки на нефтяном рынке в первом квартале 2020 года обусловили рост ключевой ставки с 9,25% до 12% с расширением границ процентного коридора и осуществлением валютных интервенций для стабилизации курса национальной валюты. Дальнейшее ослабление инфляционных тенденций, укрепление национальной валюты и снижение экономической активности привели к снижению базовой ставки до 9%, внедрению льготного кредитования и программ поддержки для малого и среднего бизнеса, что обеспечило поддержку кредитного рынка.

Приверженность политике таргетирования инфляции сыграла положительную роль в обеспечении стабильности цен и поддержки экономики: плавающий валютный курс позволил нивелировать внешние нефтяные шоки, активное применение коммуникаций в период кризиса способствовали росту предсказуемости деятельности НБРК, в том числе за счет публикации данных о валютных операциях и расширения аналитического инструментария, а также обеспечения независимости политики посредством создания Комитета по денежно-кредитной политике в начале 2021 года.

К началу 2022 года экономика Казахстана полностью восстановилась от последствий Covid-19 при незначительном отклонении инфляции от цели. Макроэкономическая конъюнктура ухудшилась по причине внутренних беспорядков в январе 2022 года, геополитической ситуации в феврале (в основном по торговому каналу с Россией) и ускорения инфляции, но благодаря благоприятным ценам на энергоресурсы по итогам года экономика выросла на 2,5%.

В октябре 2022 года инфляция достигла 19% при уровне ожидаемой инфляции на уровне 16%, что значительно выше целевого диапазона 4 - 6%, установленного НБРК. Резкий рост инфляции был вызван в основном ценами на продукты питания, которые отражают мировые тенденции, ослаблением тенге (особенно по отношению к рублю), быстрым ростом заработной платы, потребительского кредитования, сбоями в цепочках поставок из России и

повышением цен на аренду из-за притока российских граждан.

В таких условиях НБРК был вынужден увеличить базовую ставку и держать ее высокой на протяжении двух последующих лет, что, в конечном итоге, позволило снизить уровень инфляции и поддержать кредитный рынок.

Из опыта Казахстана можно сделать вывод, что регулятор оказывает положительное влияние на экономику, применяя косвенные меры, которые направлены на укрепление доверия к нему и снижение уровня неопределенности. Ранее Национальный банк Республики Казахстан имел возможность напрямую участвовать в кредитовании экономики, однако политика таргетирования инфляции предполагает отказ от таких мер. Выделим иные положительные аспекты из опыта НБРК:

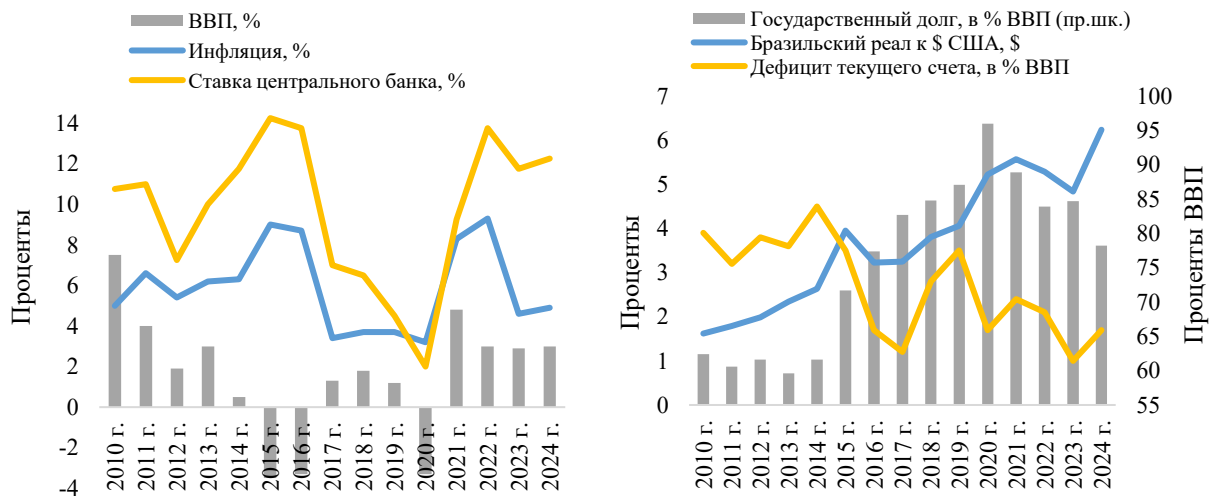
1) Использование долгосрочной стратегии «Стратегия ДКП до 2030 г.» [188] улучшает предсказуемость действий НБРК и создает благоприятные условия для формирования института «длинных денег».

2) Создание Комитета по денежно-кредитной политике (далее – Комитета) по примеру развитых стран позволило обеспечить независимость проводимой политики. Главной задачей Комитета является принятие стратегических решений в области ДКП - установление базовой ставки и ее коридора. Статус данного органа законодательно закреплён наряду с Правлением и Советом директоров Национального Банка.

3) В моменты высокой макроэкономической волатильности национальной валюты для снижения уровня неопределенности в экономике, увеличения доверия и повышения прозрачности Национальный банк публикует подробную информацию о совершаемых валютных операциях, что позволяет сглаживать курсовые колебания.

Бразилия. В первые годы после глобального экономического кризиса рост бразильской экономики серьезно замедлился в силу утративших импульс прежних десятилетних реформ, связанных с ростом доходов населения, благоприятными внешними условиями и активным кредитованием [91]. Рассмотрим динамику основных макроэкономических показателей Бразилии

на рисунке 2.28.



Источник: составлено автором по данным [180; 181; 195].

Рисунок 2.28 – Динамика основных макроэкономических показателей Бразилии

В этот период ДКП оставалась жесткой (реальные ставки были положительными) в условиях отклонения инфляции от целевого уровня в 4,5%, вызванной обесценением национальной валюты и ростом регулируемых цен [174].

В 2015-2016 годах экономика пережила глубокую рецессию: инвестиционные и потребительские расходы резко снизились при одновременном росте цен на продовольствие, уровень производства упал до исторических минимумов, а безработица удвоилась, особенно среди молодежи. В 2015 году инфляция подскочила с 6,3% до 10,7% на конец года [102]. Факторами экономического спада стали ухудшение условий внешней торговли, перестройка регулируемых цен и жесткая ДКП. Ужесточение ДКП позволило быстро вернуть инфляцию до однозначных значений в 2016 году, нивелировать вторичные эффекты от роста регулируемых цен и снижения обменного курса и укрепить национальную валюту. Данные действия, а также сужение диапазона границ цели по инфляции позволили укрепить доверие населения к проводимой ДКП, что также отразилось в заякоривании инфляционных ожиданий. Банк Бразилии начал цикл смягчения ДКП в сентябре 2016 года, снизив ставку на 400 базисных пунктов [101]. Цикл

сопровождился более прозрачными коммуникациями относительно баланса рисков и предоставления большего количества указаний по ДКП.

Несмотря на мягкую ДКП, восстановление доковидной экономики Бразилии после глубокой рецессии происходило медленно. Базовая инфляция опустилась ниже целевого показателя, позволившей к началу 2020 года снизить учетную ставку до рекордно низкого уровня в 4,25%, что положительно сказалось на проведении структурной трансформации финансовых рынков, открыв путь новому классу розничных инвесторов и углубив рынки капитала.

В 2020 году в целях поддержки экономики, в части ДКП, были приняты следующие меры: учетная ставка была снижена до рекордных 2%, резервные требования к банкам по срочным депозитам и буфер резервного капитала были также снижены, возобновлены операции РЕПО в иностранной валюте [195]. Проведенные меры позволили увеличить ликвидность банковского сектора на 1,2 трлн бразильских реалов, тогда как в 2008 году был достигнут рост на 117 млрд реалов [100].

Наблюдаемая инфляция демонстрировала устойчивую тенденцию к снижению - ниже установленных целевых уровней. В период апрель-май 2020 года ежемесячные показатели индекса потребительских цен (ИПЦ) характеризовались понижательной динамикой в условиях сниженного внутреннего спроса по сравнению с шоком предложения. Тем не менее, начиная с июня, ежемесячное значение ИПЦ повысилось вследствие роста стоимости энергоносителей, товаров длительного использования и переработанных продуктов питания.

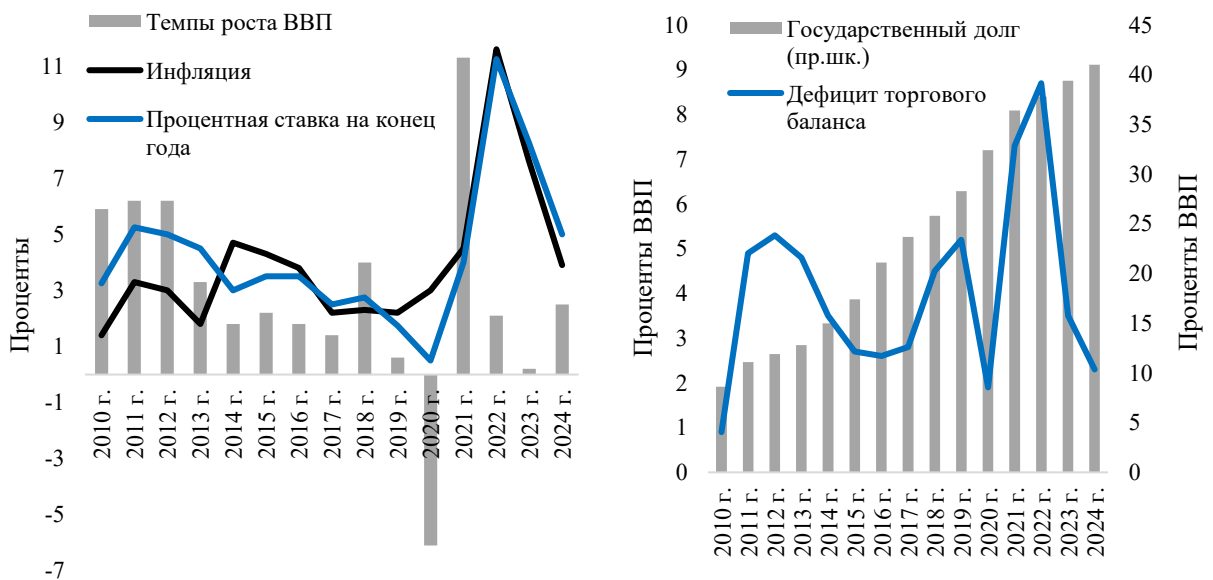
Эффект переноса валютных колебаний на инфляционную динамику постепенно усиливался, и в августе годовой уровень инфляции достиг отметки 2,4%, незначительно уступив нижней границе целевого диапазона общей инфляции. Несмотря на это, базовый уровень инфляции остается низким, а инфляционные ожидания сохраняют стабильность, предоставляя Центральному банку пространство для дальнейшего проведения

стимулирующей ДКП [99].

К положительному фактору реализации ДКП следует отнести стремление Банка Бразилии к большей прозрачности в своей деятельности, особенно в острые фазы кризиса: использование указаний по ДКП и сохранение приверженности инфляционному таргетированию способствуют сохранению низких и устойчивых инфляционных ожиданий населения. В рамках постковидного восстановления Парламентом Бразилии был принят закон, согласно которой Банку Бразилии предоставляется независимый статус, а также вводится мандат на несменяемость монетарных властей до истечения срока их полномочий [99].

Отмеченное выше позволяет оценить ДКП Бразилии как эффективную, особенно в периоды кризисов. В 2015-2016 годах в условиях обесценения валюты и рисков увеличения инфляции денежно-кредитные условия были ужесточены в целях минимизации рисков перекалывания валютных шоков на цены и снижения уровня инфляции. В 2020 году политика была рекордно мягкой, что, по нашему мнению, благоприятно сказалось на денежно-кредитном рынке. Программы поддержания ликвидности банковского сектора были, в целом, прозрачными и эффективными. Отмечалось, что в периоды острых фаз кризисов Банк Бразилии усилил прозрачность и коммуникации по ДКП для снижения уровня неопределенности и большей предсказуемости своих действий. Результативность политики также просматривается в закоренности инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Чили. Массовые беспорядки в Чили, связанных с серией гражданских протестов относительно экономического неравенства, спровоцировали замедление экономики в 2019 году. До этого периода в стране наблюдалась макроэкономическая стабильность со средним ростом экономики в 3 процента, как показано на рисунке 2.29.



Источник: составлено автором по данным [180; 189; 198].

Рисунок 2.29 – Динамика основных макроэкономических показателей Чили

После первоначального макроэкономического шока в 2020 году, связанного со снижением экономической активности, экономика начала восстанавливаться во второй половине года. Следует отметить, что добыча меди, одного из важнейших экспортных «товаров», оставалась стабильным на всем протяжении года, несмотря на ограничения [106].

Инфляция в начале года сильно замедлилась на фоне спада экономической активности, начиная с середины года из-за снижения курса национальной валюты она немного выросла, но оставалась вблизи целевого значения 3%. При этом, инфляционные ожидания были закоренными, учитывая массовые беспорядки 2019 года и небольшое обесценение чилийского песо.

Банк Чили принял масштабные меры по поддержке экономики с применением как традиционных, так и нетрадиционных инструментов. Перечень мер представлен в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Меры ДКП Банка Чили для поддержки экономики в период Covid-19

№	Меры	Пояснения	Сумма, в долларах США
1	учетная ставка	снижение уровня учетной ставки до 0,5%, что является самым низким показателем, сравнявшись с уровнем учетной ставки в период глобального экономического кризиса 2007-2009 гг.	-
2	финансирование дополнительного кредитования	предоставление ликвидности коммерческим банкам по учетной ставке при условии наращивания розничного и коммерческого кредитования, особенно малого и среднего бизнеса	24 млрд
		дополнительная ликвидность, предоставляемая при выполнении первой программы	16 млрд
		при неиспользовании первых двух программ предоставлялась банкам предоставлялась возможность обеспечения кредитования банковскими гарантиями	10 млрд
3	программы покупки активов	покупка банковских облигаций для всех участников системы операций на открытом рынке	8 млрд
		специальная программа выкупа облигаций банков и облигаций Банка Чили	8 млрд
4	обязательные резервы	расширение структуры обеспечения посредством включения корпоративных облигаций и кредитов, а также временные послабления по валютным резервам	-

Источник: составлено автором по данным [105; 106].

МВФ оценил [105] принятые меры как хорошо продуманные и адекватные: была оказана необходимая помощь экономике для сдерживания неблагоприятных последствий пандемии при сохранении доверия экономических субъектов к проводимой политике. Монетарные власти объективно оценивали ситуацию на банковском рынке, что выражается в дополнительных программах поддержки ликвидности при неиспользовании других. При этом падение экономики (-6,1% ВВП по итогам года [189]), рост безработицы и закоренность инфляционных ожиданий давали возможность сохранения мягких денежно-кредитных условий в течение долгого времени.

Постковидное восстановление экономики Чили произошло очень быстро, несмотря на возникшие макроэкономические дисбалансы, связанные с глобальными ценовыми перетоками и сохранением проблем в цепочках

поставок из-за ситуации на Украине. Инфляционное давление усилилось в 2022 году: в августе темп роста цен составлял 14,1%. ДКП ответила ужесточением учетной ставки до 11,25%, сохранялись высокие ставки для обуздания инфляции, при этом инфляционные ожидания оставались заякорены.

Приверженность политике инфляционного таргетирования обеспечила макроэкономическую стабильность, в том числе низкий уровень инфляции и инфляционных ожиданий населения и бизнеса, а также стабильный курс чилийского песо. Особого внимания заслуживает коммуникационная политика Банка Чили, характеризующаяся не только разнообразием информационных материалов, но и наличием принципов использования коммуникаций [113]. Таким образом, ДКП Банка Чили обеспечивает создание необходимых условий для построения экономики, отвечающий современным требованиям.

Что касается применения зарубежными странами нетрадиционных инструментов ДКП в период COVID – 19, то оно связано с определенными рисками. Так, например, выход Резервного банка Австралии из программы покупки активов в 2022 году (контроль кривой доходности) привел к существенной волатильности на финансовом рынке [154]. Опыт ФРС США в 2022-2023 годов показывает, что политика расширения баланса центрального банка в дальнейшем ограничивает ее возможности ужесточения ДКП в целях достижения ценовой стабильности [194].

Проведенный анализ зарубежного опыта проведения ДКП позволяет сделать вывод о возможности применения отдельных мер в России, а именно:

- 1) Решения в Казахстане и Бразилии принимаются Комитетом по денежно-кредитной политике (далее – Комитет), а не всем составом Совета директоров, что дает возможность принимать более независимые и объективные решения за счет привлечения к работе Комитета независимых экспертов и профильных работников центрального банка. Считаем, что данный опыт применим и для России, что позволит улучшить объективность

и независимость принимаемых решений и увеличить доверие к проводимой политике.

2) Из опыта Казахстана выделим использование «Стратегии ДКП до 2030 года», которая улучшает предсказуемость действий Нацбанка и создает благоприятные условия для формирования института «длинных денег», а также осуществление дополнительных коммуникаций о совершаемых валютных операциях в периоды макроэкономических колебаний. В условиях частых изменений экономической конъюнктуры в Российской Федерации данные новшества позволят снизить неопределенность.

3) В целом, в период Covid-19 политика центральных банков имела схожий с Россией комплекс мер: снижение ключевой ставки, послабления по обязательным резервам и предоставление дополнительной ликвидности.

4) Опыт проведения монетарной политики в 2015-2016 гг. Центрального банка Бразилии показывает, что в периоды макроэкономических шоков ДКП должна быть направлена, в первую очередь, на сглаживание макроэкономических колебаний и снижение инфляции до целевого уровня, только после которой может происходить снижение ставки в целях стимулирования экономической активности, что в лишний раз доказывает правильность действий Банка России в условиях структурной трансформации экономики.

2.3 Необходимость и возможность координации денежно-кредитных и бюджетно-налоговых инструментов в целях обеспечения структурной трансформации экономики

Бюджетно-налоговая политика и ДКП играют особо важную роль в период структурной трансформации экономики, позволяя ей быстрее адаптироваться под изменяющиеся условия. В условиях такой адаптации, безусловно, необходима их согласованность в целях обеспечения не только синергии воздействия на экономику или поддержки структурных реформ, но и формирования доверия экономических агентов к проводимой

экономической политике и обеспечения макроэкономической стабильности [88]. Для достижения вышеуказанных целей координация бюджетной (фискальной, бюджетно-налоговой) и ДКП должна строиться на следующих принципах:

- приоритетной является политика инфляционного таргетирования, которая также оказывает положительное влияние на снижение уровня бюджетного дефицита и улучшение бюджетной дисциплины [93; 137];

- необходимым представляется использования института «бюджетных правил» для достижения цели по инфляции и обеспечения ее устойчивости [94; 142];

- одновременное использование политики ценовой стабильности и фискальных правил позволяет снизить инфляцию и дефицит государственного бюджета [164].

В научной литературе выделяют активную и пассивную денежно-кредитную и бюджетную политики [115]. Так, ДКП считается активной, если выполняется правило Тейлора: номинальная процентная ставка меняется сильнее, чем меняются темпы инфляции. Активность бюджетной политики проявляется в росте государственного долга при неизменности/дальнейшем увеличении бюджетных расходов. Матрица сочетания этих двух политик представлена в таблице 2.4.

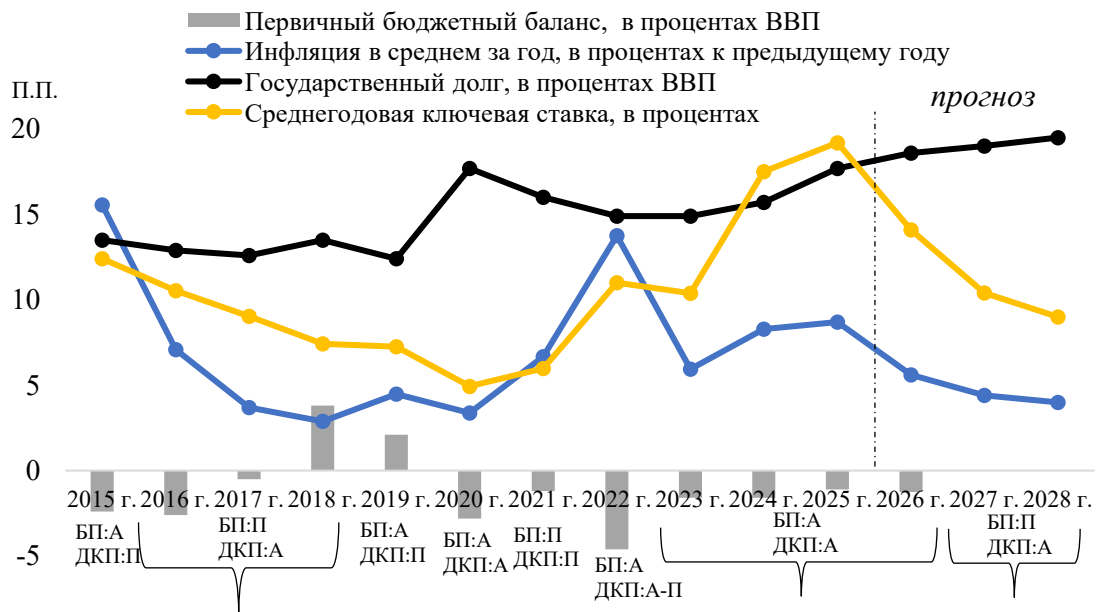
Таблица 2.4 – Координация бюджетной и ДКП

Возможные сочетания проведения политик		ДКП	
		Активная	Пассивная
Бюджетная политика	Активная	Нестабильность, выраженная ростом цен и уровня инфляции	Бюджетное доминирование с высокой инфляцией и уровнем государственного долга
	Пассивная	Бюджетное правило Эквивалентность по Рикардо (устойчивость инфляции)	Неопределенность

Источник: составлено автором по данным [115] с авторскими дополнениями.

Данные таблицы 2.4 свидетельствуют, что оптимальным сочетанием политик (в том числе для режима инфляционного таргетирования) является

активная ДКП и пассивная бюджетная политика. Полагаем, что данное сочетание особенно важно для стран-экспортеров сырья, так как применение инфляционного таргетирования и бюджетного правила позволяет обеспечить контрциклическую политик и долгосрочную макроэкономическую стабильность. В рамках разработанного подхода к направлениям координации проведем анализ применяемых режимов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик в России с начала проведения политики таргетирования инфляции на рисунке 2.30.



*БП – бюджетная политика; ДКП – денежно-кредитная политика;
А – активная; П – пассивная; А-П – активно - пассивная.*

Источник: составлено автором по данным [186; 196].

Рисунок 2.30 – Оценка применения видов бюджетной и ДКП в Российской Федерации

Анализ показывает, что с момента начала структурной перестройки российской экономики преимущественно наблюдается сочетание активной бюджетной политики с существенным бюджетным импульсом, в том числе за счет роста внутреннего государственного долга, и активной ДКП, что приводит к отклонению инфляции от цели в сторону ее повышения и, как следствие, к росту ключевой ставки, что не способствует формированию денежно-кредитных условий, необходимых для роста производств.

Дополнительная бюджетная поддержка оправдана только на краткосрочном горизонте, так как стимулирование экономики на протяжении

долгого периода способна создать риски для макроэкономической стабильности.

Рассмотрим особенности проведения бюджетной политики с начала структурной трансформации экономики в России.

В целях повышения устойчивости российской экономики после введения беспрецедентных санкций Правительство Российской Федерации подготовило План первоочередных действий по обеспечению развития российской экономики в условиях внешнего санкционного давления [5] (далее – План). Основные разделы данного Плана и объемы финансирования представлены в таблице 2.5.

Таблица 2.5 – Разделы и объемы финансирования в рамках Плана

В миллиардах рублей

№	Раздел	Расходы из ФБ	Льготы
1	Первоочередные меры	113,35	5,3
2	Стабилизация ситуации на финансовых рынках	-	-
3	Налоговое стимулирование	-	2,5
4	Поддержка импорта	37,10	-
5	Ускорение бюджетных процедур	-	-
6	Поддержка МСП	24,80	-
7	Отраслевые меры поддержки	417,00	63,68
8	Социальная поддержка (в том числе рынок труда)	545,80	-
9	Всего	1138,05	71,5

Источник: составлено автором на основе [5].

План включает более 100 мероприятий, которые позволили перестроить хозяйственные связи и цепочки поставок, обеспечить производство необходимым спросом, поддержать рынок труда и ускорить принятие государственных решений. По нашему мнению, это сыграло положительную роль в обеспечении макроэкономической стабильности в условиях первичных шоков.

Необходимо также отметить стратегические документы развития приоритетных отраслей российской экономики, которые обеспечивают не только импортозамещение, но и формирование нового технологического уклада, в том числе, технологический суверенитет:

«Указ Президента Российской Федерации «Об утверждении приоритетных направлений научно-технологического развития и перечня важнейших наукоемких отраслей» от 18.06.2024 № 529» и «Постановление Правительства Российской Федерации от 15.04.2023 № 603 «Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации» [3; 4]. Данные направления (проекты) технологического развития и структурной адаптации российской экономики предполагают возможность льготного кредитования, содействие институтов развития, поддержку государства в подготовке молодых специалистов для приведенных отраслей.

Для содействия структурной трансформации экономики и обеспечения финансовыми ресурсами приоритетных направлений государственной политики (поддержка населения, укрепление обороноспособности страны, восстановление новых территорий, улучшение инфраструктуры и содействие научно – технологическому развитию) Правительство Российской Федерации и правительства регионов (частично) существенно нарастили бюджетные расходы.

Для оценки влияния роста расходов бюджетов различного уровня на совокупный спрос и, соответственно, инфляционные процессы, представим оценку бюджетного импульса в период 2019 – 2028 гг. на рисунке 2.31.



Источник: рассчитано автором по данным [186; 198].
Рисунок 2.31 – Бюджетный импульс 2019-2028 гг., в процентах ВВП

По нашим оценкам совокупный бюджетный импульс за период 2022-2025 гг. составил около 13,2% ВВП, что сопоставимо с оценками Министерства финансов Российской Федерации ~ 12,5% [15].

Для периода 2022 – 2025 гг. характерно использование инвестиций из Фонда национального благосостояния (ФНБ) и корректировка бюджетного правила, чего ранее не происходило. Также необходимо отметить увеличение доли субфедеральных бюджетов в структуре совокупного бюджетного импульса с 2023 года. Заметим, что основное влияние на спрос продолжает оказывать федеральный уровень.

Общая программа поддержки экономики со стороны Правительства Российской Федерации была сконцентрирована по следующим направлениям: обеспечение доступных финансовых ресурсов и оборотного капитала, поддержка рынка труда, социальная поддержка, содействие импортозамещению и поддержка базового и технологического секторов экономики [17].

Считаем, что в целом следует дать положительную оценку мерам Правительства Российской Федерации и Банка России в первой фазе структурной трансформации российской экономики. Благодаря общим усилиям была обеспечена ценовая и финансовая стабильность, а также

сохранилась устойчивость нефинансового сектора экономики.

Необходимо также отметить высокую скоординированность действий фискальных и монетарных властей в части поддержки кредитного рынка. Применение программ льготного кредитования, докапитализация банков, роспуск макропруденциальных буферов, временная стабилизация финансового положения заемщиков и остальные немаловажные меры позволили обеспечить стабильность банковского сектора. Для аргументации данного заключения (в части мер Банка России) воспользуемся материалами исследования Банка России об эффективности антикризисных мер [190] и оценке эффектов антикризисных мер Банка России и Правительства Российской Федерации [79].

Для получения количественных оценок была использована модель панельной регрессии в спецификации, разработанная на основе модели, представленной в работе экспертов из Банка Международных расчетов [128]. В модели были использованы 9 антикризисных мер Банка России для всех участников банковского сектора России, а также 17 мер, примененных для СЗКО. Результаты проведенных оценок представлены в таблице 2.6.

Таблица 2.6 - Результаты оценки модели: сводная информация о влиянии послаблений и мер Банка России

№	Меры Банка России	Единицы измерения	
1	Рост кредитного портфеля (далее – КП) юридических лиц	трлн руб.	3,7
2	Рост КП физических лиц	трлн руб.	0,6
3	Общий рост КП	трлн руб.	4,3
4	Влияние на КП юридических лиц	% от портфеля	7,1
5	Влияние на КП физических лиц	% от портфеля	2,2
6	Влияние на общий КП	% от портфеля	5,5
7	Влияние мер в единицах капитала	трлн руб.	1,2
8	Отношение роста КП к росту капитала		3,6

Источник: составлено автором на основе [79; 190].

Авторы исследований установили, что общий эффект от мер поддержки Банка России в 2022 году составил 4,3 трлн руб. Общий синергетический эффект составил 1,7 трлн руб. [86].

Считаем данную оценку эффективности мер и используемую модель

обоснованной, поскольку расчеты проводились по единой международной методологии. Авторы проводили оценку трех кризисных периодов: 2014, 2020 и 2022 годов, что исключает ситуацию, когда выводы для конкретного кризисного периода определены специфической калибровкой модели и методологии.

Таким образом, скоординированность действий властей позволила в первой фазе структурной трансформации обеспечить макрофинансовую стабильность. Полагаем, что реализованные меры государства позволили избежать кредитного сжатия. По данным авторов исследований, возможные объемы снижения кредитования оцениваются в 8 трлн руб., что составляло в 2022 году около 10% совокупного кредитного портфеля [86].

Важным инструментом бюджетной политики, позволяющий обеспечивать ее контрциклический характер, является институт «бюджетных правил», применение которого положительно влияет на проведение политики ценовой стабильности.

В период 2018-2022 годов в России действовало бюджетное правило, согласно которому предельный уровень расходов федерального бюджета определялся как сумма базового объема нефтегазовых доходов (устанавливался на уровне 40\$ за баррель нефти марки Юралс с ежегодной индексацией в 2%) + ненефтегазовые доходы + расходы на обслуживание государственного долга. Финансирование возросших потребностей государства в 2022 году и невозможность проведения операций по покупке-продаже ключевых резервных валют привело к временной приостановке действия правила и выходу за рамки встроенных контрциклических механизмов бюджетной политики - предельного уровня объема расходов бюджета, а также к использованию дополнительных нефтегазовых доходов, ранее направлявшихся в ФНБ. С одной стороны, дополнительные бюджетные расходы позволили компенсировать снижение потребительских расходов и поддержать экономику, с другой стороны, из-за отказа от бюджетного правила увеличилось влияние изменений цен на нефть на российскую экономику, что

также отмечалось в материалах Минфина России [15-17].

В 2023-2024 годах действие бюджетного правила возобновилось: базовые нефтегазовые доходы в 2023 году были определены в абсолютном значении – 8 трлн руб., что, по нашим оценкам, соответствует цене отсечения 60\$ за баррель нефти, установленный с 2024 года, а структурный первичный баланс начал определяться с поправкой на квази-бюджетные операции «под чертой» [14-16]. Также предусматривается превышение предельного объема расходов в период адаптации экономики (2024-2026 гг.) [16]. Нетрудно заметить, что равновесная цена в 60\$ гораздо выше тех параметров, которые действовали до 2022 года. В 2026-2028 гг. планируется, что параметр первичного бюджетного баланса будет нулевым, государственный долг несущественно увеличится при снижении уровня расходов к ВВП.

В средне- и долгосрочном периоде задача бюджетной политики меняется: она должна быть направлена на снижение процентных ставок в экономике в целях создания благоприятных условий для устойчивого экономического роста и ускорения структурной перестройки. Каналы влияния бюджетной политики на процесс структурной трансформации экономики представлены в приложении В, данные которого показывают, что бюджетная политика может влиять на процесс структурной перестройки через два канала: канал «уровень инфляции» и канал «ожиданий экономических агентов».

В первую очередь, отметим канал «уровень инфляции». Отмечается [84]: ключевая ставка, в целом, способна нивелировать рост инфляции, включая те факторы, которые вызваны чрезмерной фискальной поддержкой и ростом бюджетного дефицита, однако по мере расширения дефицита бюджета ставка должна быть повышена для возвращения инфляции к целевому уровню.

Дополнительные бюджетные вливания и рост дефицита бюджета в средне- и долгосрочном периоде приводят к росту уровня ставок в экономике и снижению экономической активности, что негативно сказывается на возможностях отраслей экономики проводить структурную трансформацию. Более того, по мере роста ключевой ставки увеличивается и стоимость

заимствований в экономике. Поэтому, в условиях структурной перестройки национальной экономики крайне важно обеспечивать координацию бюджетной и ДКП, то есть уровень дефицита бюджета и государственная долговая политики должны согласовываться с политикой обеспечения ценовой стабильности.

С 2022 года бюджетная политика оказывала стимулирующее воздействие на российскую экономику. Представим основные параметры федерального бюджета в таблице 2.7.

Таблица 2.7 – Основные параметры федерального бюджета в 2022-2027 гг.

В процентах ВВП

Показатель \ Год	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Доходы	18,1	16,9	18,2	17,1	17,1	16,8
Расходы	20,3	19,7	20,0	19,7	18,7	18,0
Структурный баланс	-4,6	-1,6	-1,5	-1,3	0,0	0,0
Государственный долг	14,9	14,4	15,7	17,7	18,6	19,0
Объем ФНБ	6,8	7,2	6,6	6,3	5,8	5,5

Источник: составлено автором по данным [13; 37].

Параметры федерального бюджета свидетельствуют: начиная с 2023 года бюджетная политика не перешла в пассивный режим в целях содействия политике Банка России по обеспечению стабильности цен, что подтверждается ростом государственного долга и бюджетных расходов, а также сохранением отрицательного структурного баланса.

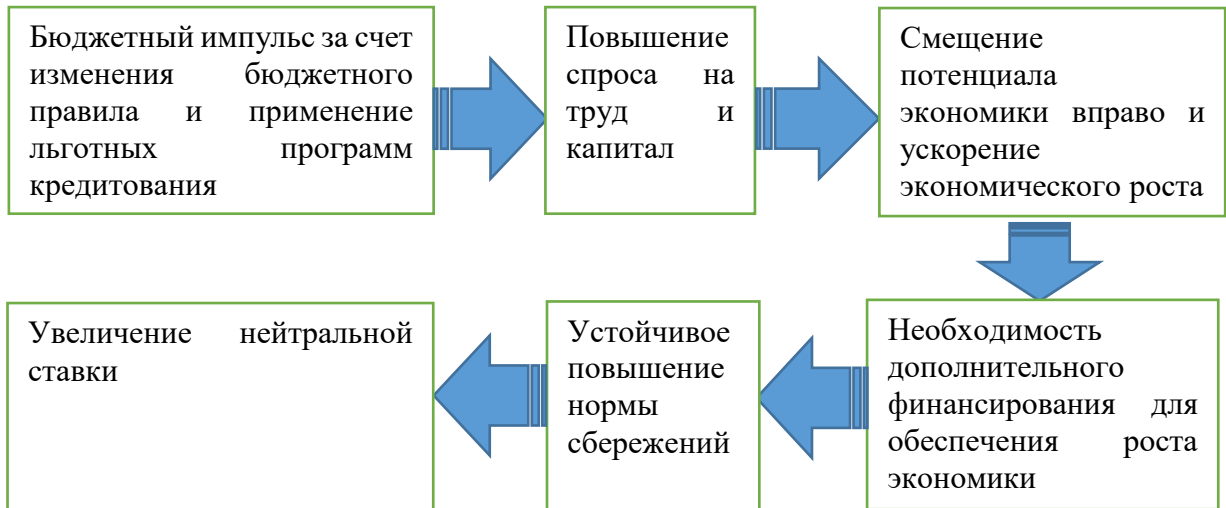
Другим важным каналом является «канал ожиданий экономических агентов». Ожидания экономических субъектов в отношении последствий макроэкономической (в том числе фискальной) политики являются одним из важнейших факторов формирования долгосрочных ставок в экономике. Так,

ожидания населения и бизнеса относительно будущего расширения бюджетного дефицита и государственного долга приводят к росту долгосрочных ставок. Исследования авторов [108, 109] показывают, что по мере роста или неизменности убеждений экономических агентов о несогласованности бюджетной политики с целями политики таргетирования инфляции результативность работы трансмиссионного механизма будет ухудшаться, что обеспечит дальнейшее отклонение инфляции от цели и росту ставок. Данный факт также негативно скажется на проведении структурной трансформации экономики, так как по мере роста ставок экономическая активность будет снижаться. Появление уверенности экономических агентов в улучшении бюджетной ситуации и ее согласованность с целями ДКП позволит обеспечить низкие долгосрочные ставки, что будет поддерживать необходимый уровень инвестиций для расширения производств и создания новых.

В этой связи нельзя не упомянуть тарифную политику фискальных властей, которая напрямую влияет на ценообразование. В последнее время Правительство Российской Федерации приняло решения об увеличении налоговых платежей, тарифов и об индексации коммунальных услуг [3; 7], которые имеют серьезный проинфляционный эффект. Так, например, индексация коммунальных услуг с 1 июля 2025 года составила 11,9% вместо 5,7%, планировавшихся ранее, что дополнительно добавила 0,4 п.п. к индексу потребительских цен в 2025 году [14]. Также следует упомянуть увеличение ставок утилизационного сбора на автотранспорт с 1 октября 2024 г. (с последующим увеличением темпами, существенно превышающими 4% в 2025 г. и далее). По оценкам Банка России, к концу 2025 года накопленный эффект на индекс потребительских цен составил 0,6 п.п. [14]. Безусловно, повышение утильсбора или индексация тарифов являются проинфляционными факторами разового характера, но все эти факторы сказываются на общем уровне потребительских цен. В условиях незаякоренных и высоких инфляционных ожиданий действие даже разовых

факторов может иметь значимый вторичный повышательный эффект на инфляционные ожидания и потребительские цены. Также данная проблема сказывается на ожиданиях участников рынка относительно экономической политики государства.

Целесообразно также отметить проблему влияния бюджетного импульса на нейтральную ставку, описанную на рисунке 2.32.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.32 – Воздействие бюджетного импульса на нейтральную ставку

Выше было отмечено, что за счет изменения бюджетного правила и осуществления значительных государственных расходов экономика получила существенный бюджетный импульс. Государственные программы льготного кредитования позволили создать кредитный рычаг, обеспечив большее влияние данного импульса на экономику [37] через мультипликатор государственных расходов.

Увеличенный спрос на товары и услуги со стороны государства привел к повышенному спросу на факторы производства, в первую очередь, на капитал для обеспечения производства, что, в свою очередь, сдвигает кривую потенциала экономики в большую сторону [37].

Рост экономической активности предполагает использование большего количества финансовых ресурсов. В условиях ограничений на движение капитала доступ к внешним ресурсам закрыт, поэтому главным источником

использования финансовых ресурсов становятся внутренними сбережениями. Для увеличения нормы сбережений необходимо обеспечить рост депозитных ставок, чтобы сбережения были привлекательнее потребления. Необходимость обеспечения баланса между сбережениями и инвестициями, а также достижение цели по инфляции, предполагает более высокую нейтральную процентную ставку, причем ее уровень будет зависеть от нормы инвестиций. Следовательно, для обеспечения долгосрочной макроэкономической стабильности, возвращения инфляции к цели и ее сохранения вблизи целевого уровня ДКП должна обеспечить поддержание более высоких реальных процентных ставок в экономике.

Основные выводы, значимые для целей настоящего исследования:

1) Увеличение бюджетного импульса оправдано только на краткосрочном горизонте, для обеспечения макроэкономической стабильности в средне- и долгосрочном периоде необходима координация бюджетной политики с целями ДКП: параметры бюджетного дефицита и государственного долга должны соответствовать целям обеспечения ценовой стабильности.

2) Правительство Российской Федерации и Банк России в первой фазе структурной трансформации экономики действовали эффективно, обеспечив устойчивость национальной экономики. В дальнейшем необходима нормализация бюджетной политики для достижения цели по инфляции и содействию структурной трансформации экономики.

3) Для достижения ценовой стабильности и содействия структурной трансформации экономики оптимальным сочетанием политик является пассивная бюджетная политика и активная ДКП, чего в настоящий момент не наблюдается, поскольку бюджетная и ДКП остаются активными. Для большего содействия политике ценовой стабильности бюджетной политике необходимо начать процесс бюджетной консолидации с применением бюджетных правил не только для снижения уровня инфляции, но и уровня ожиданий экономических агентов относительно будущих цен и улучшения их

восприятия экономической политики государства.

Выводы по главе 2

В данной главе проведена ретроспективная оценка ДКП Банка России с момента начала проведения структурной трансформации российской экономики. Основными эффектами структурной трансформации экономики для ДКП являются: подстройка относительных цен, смещение совокупного спроса во внутренний сектор, разрыв выпуска, бюджетный импульс и высокая доля льготного кредитования в структуре кредитного портфеля банков. Несмотря на активное применение системы инструментов ДКП и специализированных механизмов рефинансирования, основными инструментами ДКП, в том числе для содействия структурной трансформации экономики, являются ключевая ставка и коммуникации.

Следует дать положительную оценку мерам Правительства Российской Федерации и Банка России в первой фазе структурной трансформации российской экономики: благодаря общим усилиям была обеспечена ценовая и финансовая стабильность, сохранилась устойчивость нефинансового сектора экономики. Для обеспечения макроэкономической стабильности в средне- и долгосрочном периоде необходима координация бюджетной политики с целями ДКП: параметры бюджетного дефицита и государственного долга должны соответствовать целям обеспечения ценовой стабильности. Для достижения ценовой стабильности оптимальным сочетанием политик является пассивная бюджетная политика и активная ДКП, чего в настоящий момент не наблюдается.

Изучение зарубежного опыта проведения ДКП в условиях макроэкономических шоков позволяет не только убедиться в правильности режима ДКП, но и подчеркнуть возможности улучшения ДКП, что включает создание Комитета по ДКП, улучшение коммуникационной политики в периоды макроэкономических шоков и создание долгосрочного

стратегического документа по ДКП. Отметим, что применение инструментов ДКП в России и в зарубежных странах в периоды макроэкономических шоков, в целом, идентичны и зависят от специфики страны и особенностей кризиса.

Глава 3

Направления совершенствования инструментария единой государственной денежно–кредитной политики в контексте эффектов структурной трансформации экономики

3.1 Методика оценки качества денежно-кредитной политики

Качество ДКП – это ее общая характеристика, отражающая результативность, надлежащую прозрачность, независимость, адаптивность, согласованность действий монетарного регулятора с правительством в достижении целей ДКП.

Проведение оценки качества текущей государственной ДКП предполагает анализ соответствия ДКП актуальным условиям и вызовам современности. Для России в целях структурной трансформации экономики крайне важно оценить, насколько проводимая ДКП соответствует сложившимся условиям. При этом данная процедура предполагает не только нахождение «узких» мест в проводимой ДКП, но и поиск направлений совершенствования ее инструментария, в том числе в целях обеспечения структурной адаптации экономики.

Оценки качества ДКП должны базироваться на следующих принципах:

- объективность – система оценки должна быть независимой от политических целей и прочих факторов, способных повлиять на результаты;
- открытость и прозрачность – итоги оценки должны быть доведены до общества, экспертного сообщества и властей, отвечающих за проведение экономической политики;
- имплементация результатов – результаты оценки должны быть использованы в целях внесения соответствующих изменений в ДКП;
- сопоставимость результатов – результаты оценки могут быть применены для сопоставления качества ДКП в различных странах и за различные временные периоды.

Разработанная нами методика оценки является специализированной и применимой только для центральных банков, таргетирующих инфляцию, так как при смене режима ДКП меняется общая стратегия ее проведения. Безусловным преимуществом разработанной методики является ее комплексность, то есть она учитывает все «особенности» (эффективность, надлежащую прозрачность, независимость, адаптивность, согласованность действий) ДКП.

Особую актуальность предложенная методика приобретает в свете проводимых Банком России обзоров ДКП²⁾, выпускаемых с 2023 года с пятилетней периодичностью. Данный обзор включает в себя перечень аналитических работ по различным тематическим блокам: формат цели по инфляции, коммуникации, операционная процедура и проч. Главный недостаток выбранного подхода к обзору ДКП, по нашему мнению, состоит в отсутствии унифицированного набора показателей, способных оценить качество проводимой ДКП в условиях разнонаправленных макроэкономических трендов и представить ее для рассмотрения общественности. Предлагаемая в диссертационном исследовании методика призвана восполнить данный пробел.

Методика состоит из пяти разделов (в кризисные периоды к оценке добавляется раздел 6, посвященной антикризисной политике):

1) *Достижение основной цели.* В работе [55] предложена методика оценки эффективности ДКП, которая позволяет оценить работу одного из основных инструментов ДКП – ключевую ставку. Авторы определяют эффективность политики на основе целевого подхода, то есть «выбор целевых ориентиров и установление их целевых значений на перспективу, а также сравнение этих целевых значений с фактически достигнутым уровнем». Применение данного подхода при определении эффективности ДКП, методики и количественной оценки результатов полагаем целесообразными и

²⁾ Аналитический материал «Обзор денежно-кредитной политики Банка России» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. - URL: https://cbr.ru/dkp/review__dkp/ (дата обращения: 15.02.2026).

обоснованным.

2) *Надлежащая прозрачность ДКП центральных банков.*

Недостаточная прозрачность политики и непонимание общества намерений центрального банка снижают результативность проведения ДКП государства, поэтому данному разделу оценки качества ДКП посвящена большая ее часть.

Под надлежащей прозрачностью ДКП центральных банков мы подразумеваем такой ее необходимый (оптимальный) уровень, при котором не происходит излишнее «зашумление» и чрезмерная детализация информационного пространства касательно политики центрального банка.

Пункты 2.1 «Заякоренность инфляционных ожиданий населения вблизи цели по инфляции», 2.2. «Заякоренность ценовых ожиданий бизнеса вблизи цели по инфляции» и 2.3 «Оценка ожиданий профессиональных аналитиков об уровне ключевой ставки в сопоставлении с фактическими данными» отражают общую результативность коммуникационной политики монетарных властей, а именно - заякоривание инфляционных ожиданий населения, бизнеса и профессиональных аналитиков. Шкала оценивания, при этом, отражает разброс фактических значений от целевого и подобраны на основе экспертных оценок автора (по мере роста расхождений с целевым значением показатель результативности снижается).

Пункты (2.4 – 2.28) методики оценки качества ДКП оценивают прозрачность (транспарентность) ДКП.

В экономической литературе представлен ряд индексов для оценки прозрачности ДКП. Среди наиболее известных можно выделить работы [94] (индекс Аль-Машат), [104] (индекс Динсера – Эйченгрин), [120] (индекс Эйфингера – Гератса), однако каждый из этих индексов имеет свои методические ограничения. Например, подходы, предложенные в [104, 120], не учитывают специфику режима инфляционного таргетирования, что существенно ограничивает их применимость в контексте современных центральных банков.

Особое внимание заслуживает методика, разработанная для широкой

аудитории [60] (индекс ВАТІ), которая, хотя и акцентирует внимание на доступности информации для общественности, не охватывает аспекты прозрачности ДКП, релевантные для бизнес-сообщества и профессиональных аналитиков, что снижает ее практическую ценность.

В основу авторской методики был положен подход, представленный в работе [94], который специализируется на оценке прозрачности центральных банков, применяющих режим инфляционного таргетирования (индекс Аль-Машат и др.). Данная методика включает три ключевых раздела: прозрачность целей ДКП, прозрачность анализа и прогнозирования, а также прозрачность процесса принятия решений.

Несмотря на преимущества данного подхода, он также обладает определенными недостатками. В частности, для достижения максимального количества баллов центральным банкам необходимо раскрывать информацию, которая может негативно сказаться на их репутации или эффективности деятельности. Примером такой информации является публикация функции потерь или полезности [87], что может быть воспринято как излишняя открытость и снижение независимости центрального банка.

Авторская методика, направленная на оценку прозрачности ДКП центральных банков, включает четыре раздела: три из вышеупомянутой методики и один дополнительный раздел, предназначенный для оценки прозрачности для широкой аудитории. При этом из индекса Аль-Машат были исключены или модифицированы следующие пункты:

Таблица 3.1 – Авторские корректировки индекса Аль-Машат.

Индекс Аль-Машат и др.	Авторская методика	Причины изменения (добавления, исключения)
1	2	3
Публикация функции потерь	- (исключен)	Риски снижения доверия к центральному банку
Публикация разрыва выпуска	-	Не наблюдаемая величина, риски неправильного интерпретирования данного показателя аналитиками

Продолжение таблицы 3.1

1	2	3
Публикация функции полезности	-	Риски снижения доверия к центральному банку
-	Анализ региональных особенностей в форме аналитического доклада и влияния этих тенденций на процесс принятий решений по ключевой ставке	Возможность получения более полной информации о работе трансмиссионного механизма в субъектах страны
Оценка эффективности и результативности стратегии деятельности центрального банка правительством или центральным банком	Оценка эффективности и результативности стратегии деятельности центрального банка органами внешнего государственного аудита	Независимость и объективность оценки стратегии по ДКП

Источник: составлено автором на основе [87].

Несмотря на то, что в индексе Аль-Машат шкала оценивания включает в себя только два показателя «0» или «1», в авторской методике добавлен показатель «0,5», поскольку публикация какой-либо информации может быть представлена частично. Например, информация о расхождениях прогнозов между фискальными и монетарными властями могла быть частично упомянута в различных аналитических материалах центрального банка, но не в качестве отдельной публикации. В таком случае данный пункт оценивается как «0,5».

Обращаем внимание, что данный раздел методики может быть использован отдельно для оценки качества проводимой коммуникационной политики центральных банков, таргетирующих инфляцию [87].

3) *Операционная процедура.* Как уже упоминалось ранее, в рамках таргетирования инфляции основными инструментами ДКП выступают ключевая ставка и коммуникации. Другие инструменты ДКП (система инструментов) выступают как элементы ее операционной процедуры, которая является связующим звеном между решениями центральных банков по ставке, с одной стороны, и трансляцией этих решений на денежный рынок, с другой.

Оценка качества операционной процедуры является прерогативой каждого центрального банка. Банк России проводит оценку эффективности достижения операционной цели публично, то есть в рамках публикуемых аналитических материалов, и использует для оценки два показателя, которые приведены в таблице 3.1. Положительно оценивая используемые Банком России показатели качества операционной процедуры, полагаем возможным применять их в рамках рассматриваемой оценки. По нашему мнению, основным индикатором результативности операционной процедуры ДКП является обеспечение контроля за краткосрочными ставками денежного рынка. Выбранный подход оценки качества операционной процедуры Банком России показывает возможность достижения данного индикатора.

Шкала оценивания по данному разделу была подобрана с учетом «стандартного» шага ДКП, равного 0,25 п.п. Соответственно, по мере роста спреда и волатильности краткосрочных ставок денежного рынка (за период усреднения) качество операционной процедуры ДКП снижается.

При апробации данного раздела для зарубежных стран, результаты которой представлены на рисунке 3.2, применялись следующие операционные ориентиры (по данным официальных сайтов центральных банков): процентная ставка по федеральным фондам необеспеченного сегмента (ФРС США), ставка овернайт необеспеченного сегмента денежного рынка (ЕЦБ), процентная ставка овернайт денежного рынка (Банк Англии), трехмесячная ставка PRIBOR (Банк Чехии), ставка овернайт обеспеченного сегмента денежного рынка (Банки Бразилии и Казахстана), межбанковская ставка однодневного кредитования (Банк Чили) и процентная ставка однонедельного РЕПО-аукциона (Банк Турции). Отмеченные операционные цели различаются, в том числе от российской, однако подход оценки качества операционной процедуры ДКП будет общим [92].

4) *Независимость* центрального банка и *объективность принимаемых решений*. Независимость центрального банка является важным фактором достижения цели по инфляции. Повышая доверие к проводимой политике

посредством независимости и объективности принимаемых решений, центральные банки способствуют снижению инфляционных ожиданий бизнеса и населения и укрепляют их уверенность в проводимой макроэкономической политике государства.

В рамках данной оценки нами разработана бинарная система из пяти оценочных вопросов, отражающие различные аспекты независимости. Каждому вопросу присваивается бинарное значение: 1 балл – при наличии признака независимости (ответ «Да»), 0 баллов – при отсутствии данного признака (ответ «Нет»).

5) *Согласованность ДКП с иными направлениями экономической политики государства.* ДКП не должна создавать барьеры для обеспечения макрофинансовой стабильности и достижения стратегических целей развития любого государства. Поэтому крайне важно оценить, согласована ли ДКП и работа ее инструментов с целями развития государства и достигается ли координация действий регулятора, например, с бюджетной политикой.

В данном разделе нами были выбраны 3 компонента, которые, по нашему мнению, наиболее полно отражают качество согласованности ДКП с другими частями экономической политики государства. Дадим характеристику шкале оценивания компонентов:

а) Проведение оценки взаимного влияния ДКП и других направлений экономической политики: при проведении и публикации данной оценки на официальном сайте монетарного регулятора с ее итогами, а также информации о применяемых эконометрических, математических и статистических моделей для проведения такой оценки центральный банк получает 1 балл; 0,5 баллов - при частичном упоминании данной информации в других материалах центрального банка (например, в основных направлениях единой государственной ДКП на очередной год и плановый период), 0 баллов – при отсутствии такой информации.

б) Утверждению общей стратегии воздействия на ожидания участников финансового рынка относительной макроэкономической политики

государства: при наличии такой стратегии (например, как у Банка Чили) центральный банк получает 1 балл; 0 баллов – при ее отсутствии.

в) Отсутствие противоречий в координации инструментов денежно-кредитной и бюджетной политики. Данная оценка должна проводиться аналогично методу для России, рассмотренному в параграфе 2.3. Напомним, что для центральных банков, таргетирующих инфляцию, результативная координация с бюджетной политикой означает активность ДКП при пассивности бюджетной. При наличии такой (результативной) координации инструментов с фискальными властями центральный банк получает 1 балл; при отсутствии – 0 баллов.

б) *Антикризисная политика*. Данный раздел является дополнительным и используется для оценки только в периоды кризисов для компенсации снижения других показателей оценки. Например, в периоды макроэкономических шоков инфляция, как правило, отклоняется от цели. Для компенсации данного отклонения, в том числе и в рамках нашей оценки, центральные банки могут проводить дополнительные коммуникации для обеспечения заякоренности инфляционных ожиданий населения (аналогично дополнительным коммуникациям Банка России в период коронавируса³⁾) и/или выработке согласованной с государственными антикризисными мерами ДКП. В другие фазы экономического цикла применение данного раздела для оценки качества политики не предусмотрено.

Школа оценивания по данным компонентам аналогична бинарной системе из разделов 4 и 5 (5.2 и 5.3) настоящей методики.

Таким образом, авторская методика оценки качества ДКП и работы ее инструментов включает 39 (+2 (антикризисные)) показателей. Обращаем внимание, что в данной методике не используются весовые коэффициенты для отдельных разделов по причине их одинаковой важности для проведения ДКП

³⁾ Раздел сайта Банка России «Коронавирус: меры поддержки граждан и бизнеса» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. - URL: <https://cbr.ru/covid/> (дата обращения: 11.02.2025).

высокого качества. Методика и характеристика полученных результатов представлена в таблицах 3.2 и 3.3, соответственно.

Таблица 3.2 – Методика оценки качества ДКП центральных банков, таргетирующих инфляцию

№	Компоненты	Шкала оценивания
1	2	3
1. Достижение основной цели		
1.1.	Индекс эффективности ДКП, предложенный в работе авторов [51]	$75 < E \leq 100 - 1$
		$50 < E \leq 75 - 0,75$
		$25 < E \leq 50 - 0,5$
		$0 < E \leq 25 - 0,25$
		$Q \leq 0 - 0$
2. Надлежащая прозрачность и общая результативность коммуникаций		
Общая результативность		
2.1	Заякоренность инфляционных ожиданий населения вблизи цели по инфляции	$\pm 1 - 1$
		$\pm 2 - \pm 3 - 0,5$
		± 4 и более – 0
2.2	Заякоренность ценовых ожиданий бизнеса вблизи цели по инфляции	$\pm 1 - 1$
		$\pm 2 - \pm 3 - 0,5$
		± 4 и более – 0
2.3	Оценка ожиданий профессиональных аналитиков об уровне ключевой ставки в сопоставлении с фактическими данными	0 – 1
		$\pm 0,5 - 0,5$
		± 1 и более – 0
Прозрачность относительно целей ДКП		
2.4	Официальное заявление о целях ДКП	Полностью совпадает – 1 Частичное совпадение - 0,5 Не совпадает – 0
2.5	Ясная формулировка целевого уровня инфляции	
2.6	Четкое разделение целей финансовой стабильности и цели по инфляции, а также установление понятных границ между инструментами ДКП и обеспечением финансовой стабильности	
2.7	Оценка органами внешнего государственного аудита проводимой ДКП	
Прозрачность системы прогнозирования и анализа ДКП		
2.8	Легкий доступ к экономическим данным (в том числе к историческим) с возможностью выгрузки с сайта центрального банка	Полностью совпадает – 1 Частичное совпадение - 0,5 Не совпадает – 0
2.9	Информация о математических моделях прогнозирования, включая открытый код	
2.10	Публикация перечня макроэкономических переменных, для которых центральный банк делает прогнозы	
2.11	Включение в регулярные материалы декомпозиции отклонения инфляции от цели или прогноза по факторам	
2.12	Публикации оценки изменения прогнозов	
2.13	Публикация альтернативных сценариев прогнозирования	

Продолжение таблицы 3.2

1	2	3
2.14	Публикация удобной визуальной информации о важнейших макроэкономических переменных (инфляция, ставка, экономическая динамика)	Полностью совпадает – 1 Частичное совпадение - 0,5 Не совпадает – 0
2.15	Оценка эффективности прогнозирования макропеременных	
2.16	Публикация доклада «Об устойчивости национальной валюты»	
2.17	Публикация информационно-аналитических комментариев о мониторинге предприятий	
2.18	Анализ региональных особенностей в форме аналитического доклада и влияния этих тенденций на процесс принятий решений по ключевой ставке	
2.19	Информация об оценке влияния бюджетной политики на проводимую ДКП	
2.20	Декомпозиция причин изменения прогнозов	
2.21	Информация о причинах расхождения прогнозов с другими государственными ведомствами (Министерство финансов / экономики)	
Процедурная прозрачность		
2.22	Публикация записи встреч с научным сообществом, аналитиками, представителями бизнес - сообщества и журналистами в видео формате и в формате Резюме	Полностью совпадает – 1 Частичное совпадение - 0,5 Не совпадает – 0
2.23	Публикация протокола обсуждения ключевой ставки на Совете директоров	
2.24	Пресс-релизы сразу после принятия решений по ДКП (с сигналом о ДКП)	
2.25	Объяснение решений по ДКП на пресс-конференции в день принятия решений	
Прозрачность для широкой аудитории		
2.26	Публикация коротких версий больших, стратегических (программных) документов	Полностью совпадает – 1 Частичное совпадение - 0,5 Не совпадает – 0
2.27	Обязательная проверка (с публикацией на официальном сайте об итогах данной проверки) всех материалов для широкой аудитории с помощью нейронной сети на удобочитаемость/доступность	
2.28	Ведение страниц центральных банков в социальных сетях, видеохостингах и телеграмм-каналах с разъяснениями о политике центрального банка	
3. Операционная процедура		
3.1	Среднее за период усреднения значение спреда RUONIA к ключевой ставке	Менее 0,25 п.п. – 1
		0,25 п.п. – 0,5 п.п. – 0,5
		Более 0,5 п.п. – 0
3.2	Волатильность спреда RUONIA к ключевой ставке за период усреднения	2 стандартных отклонения и меньше - 1
		От 2 до 3 стандартных отклонения – 0,5

Продолжение таблицы 3.2

1	2	3
		Более стандартных отклонения – 0 3
4. Независимость и объективность принимаемых решений		
4.1	Независимость регулятора закреплена в нормативно-правовых актах?	Да – 1 Нет – 0
4.2	Принятие решений по денежно-кредитной политике осуществляется независимо от исполнительных/законодательных органов власти?	Да – 1 Нет – 0
4.3	Может ли центральный банк проводить операции прямого кредитования правительства?	Нет – 1 Да – 0
4.4	Может ли центральный банк проводить операции кредитования по поручению правительства?	Нет – 1 Да – 0
4.5	Деятельность центрального банка осуществляется за счет бюджетных средств?	Нет – 1 Да – 0
5. Согласованность ДКП с экономической политикой государства		
5.1	Проведение оценки взаимного влияния ДКП и других направлений экономической политики	Проведение оценки с публикацией итогов на сайте центрального банка – 1 Частичное упоминание в других документах центрального банка – 0,5 Оценка не проводится – 0
5.2	Утверждение общей стратегии по воздействию на ожидания участников финансового рынка относительно макроэкономической политики государства	Стратегия принята – 1 Стратегии не существует - 0
5.3	Отсутствие противоречий в координации денежно-кредитной и бюджетной политики	Противоречия отсутствуют - 1 Противоречия имеются - 0
6. Антикризисная политика (оценки по данному показателю производятся только в период макроэкономических шоков)		
6.1	Проведение дополнительных коммуникаций в период кризиса с целью снижения неопределенности	Дополнительные коммуникации проводятся – 1 Дополнительные коммуникации не проводятся - 0

Продолжение таблицы 3.2

1	2	3
6.2	При выработке государственной антикризисной политики предполагается последующее утверждение документов центрального банка по антикризисной политике с указанием целей и задач банка	Документы центрального банка утверждены – 1 Документы центрального банка не утверждены – 0

Источник: составлено автором.

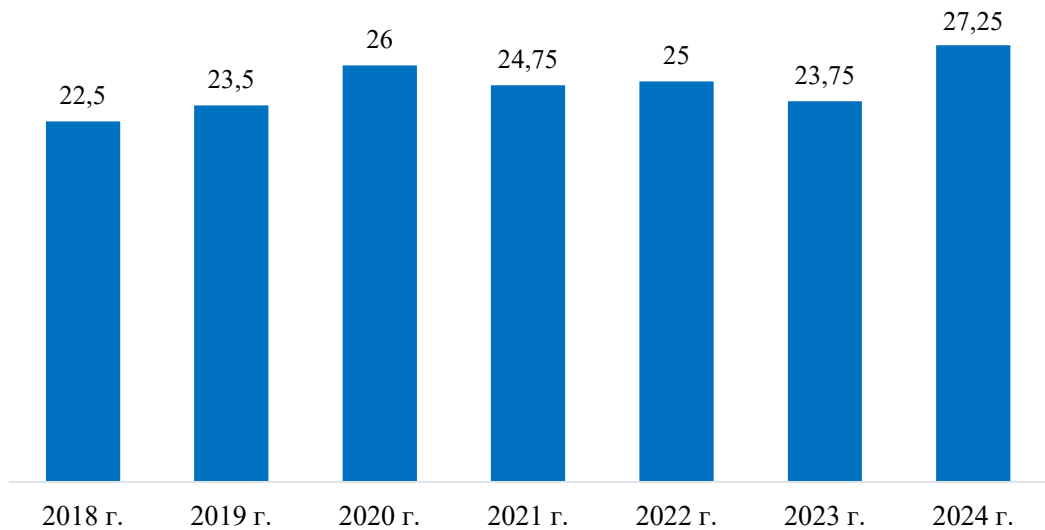
Интервалы итоговой оценки и соответствующие им характеристики качества ДКП представлены в таблице 3.3. Были определены пять характеристик качества ДКП: высшее, выше среднего, среднее, ниже среднего и низкое. Диапазоны качественных характеристик были сформированы путем деления максимального значения количественной оценки качества ДКП соответственно на пять равных интервалов.

Таблица 3.3 – Характеристика ДКП в зависимости от значения индекса оценки качества ДКП

Характеристика качества ДКП	Интервал итоговой оценки
Высшего качества	$32 < Q \leq 39 (+2)$
Выше среднего качества	$24 < Q \leq 31$
Среднего качества	$16 < Q \leq 23$
Ниже среднего качества	$8 < Q \leq 15$
Низкого качества	$Q \leq 7$

Источник: составлено автором.

Апробация методики представлено на рисунке 3.1 на примере ДКП Российской Федерации за период с 2018 года, так как некоторые данные, например, по мониторингу предприятий публиковались только с этого года.

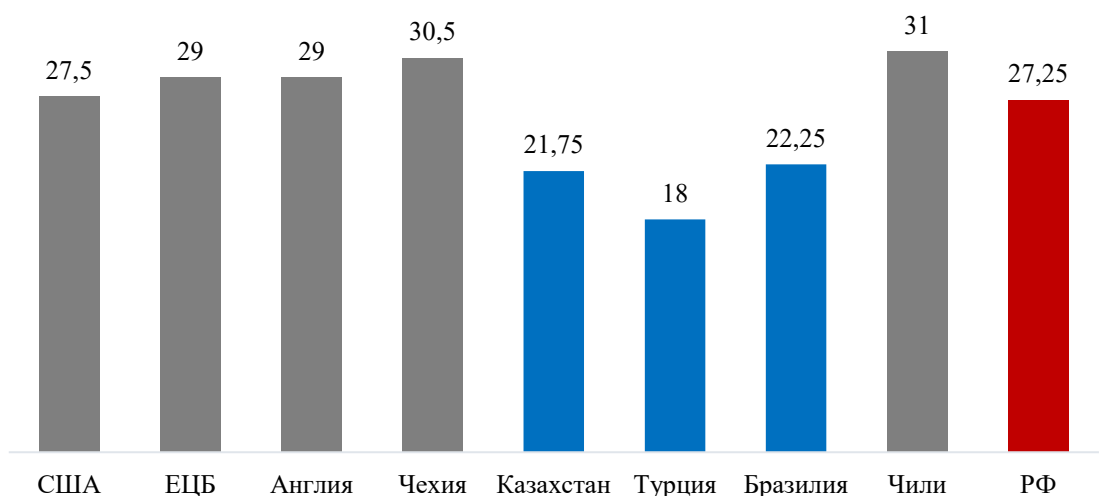


Источник: составлено автором.

Рисунок 3.1 – Оценки качества ДКП Российской Федерации (более детальная информация представлена в приложении Е)

В соответствии с представленными на рисунке 3.1. результатами оценки качества ДКП России можем заключить, что в формировании и реализации ДКП наблюдаются улучшения: показатель от среднего качества устойчиво перешел к выше среднему. Показатель 2024 года имеет наиболее высокую оценку, что связано с улучшением работы операционной процедуры ДКП и развитием новых направлений коммуникаций в Банке России.

В целях сравнения результатов России с зарубежными странами была также проведена апробация авторской методики для ряда зарубежных центральных банков на рисунке 3.2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.2 – Оценки качества ДКП в зарубежных странах за 2024 год (более детальная информация представлена в приложении Ж)

Исходя из рисунка 3.2 можем определить, что показатель качества ДКП в России опережает показатели проанализированных развивающихся стран, хотя от развитых стран есть небольшое отставание. Развитые страны имеют преимущество, в первую очередь, за счет более низкой инфляции, заякоренности инфляционных ожиданий населения и бизнеса, а также большей предсказуемости и более высокого уровня доверия к действиям регулятора.

Проведенный анализ позволяет определить направления совершенствования ДКП для повышения ее качества и увидеть изъяны в работе ее инструментария, что особенно важно в период структурной трансформации экономики, когда качество макроэкономической политики государства играет первоочередную роль в скорости и в качестве прохождения ее этапов.

3.2 Повышение прозрачности деятельности Банка России как фактор укрепления доверия к институту центрального банка в условиях структурной трансформации экономики

Борьба с инфляцией предполагает сохранение более жестких денежно-кредитных условий в длительном периоде, что осложняет деятельность предприятий с учетом проводимой структурной адаптации экономики. В таких условиях заякоренность инфляционных ожиданий населения и бизнеса значительно ускорила бы процесс возвращения инфляции к цели и, следовательно, создала бы более благоприятные условия для кредитования.

В этой связи критически важной задачей становится укрепление доверия к Банку России как к институту, проводящему последовательную и предсказуемую политику. Высокий уровень доверия является тем ключевым механизмом, который позволяет эффективно «заякорить» инфляционные ожидания, снижая издержки антиинфляционной политики. Однако

формирование и поддержание такого доверия в условиях структурной трансформации, сопровождающейся повышенной неопределенностью, невозможно без целенаправленной работы с широким кругом экономических субъектов - от финансового сообщества до населения в целом.

Основным каналом формирования доверия, помимо результатов политики, выступает эффективная коммуникация, являющаяся, как мы уже отмечали, одним из основных инструментов ДКП. Прозрачность, понятность и своевременность разъяснений решений и намерений мегарегулятора позволяют бизнесу и домохозяйствам лучше понимать логику его действий, адекватно оценивать будущую экономическую конъюнктуру и принимать более взвешенные решения. Таким образом, коммуникации Банка России представляет собой не просто информационную активность, а полноценный инструмент ДКП, напрямую влияющий на ее результативность.

Исходя из вышеизложенного, для ускорения процесса закоривания инфляционных ожиданий и снижения макроэкономической неопределенности, представляется целесообразным сформулировать следующий комплекс взаимосвязанных предложений по повышению доверия к Банку России через развитие коммуникаций и повышение прозрачности:

- 1) Учреждение Комитета по ДКП.

В настоящее время решения по ДКП в Центральном банке Российской Федерации (далее – ЦБ РФ) принимаются Советом директоров Банка России, члены которой имеют различные сферы ответственности в рамках работы в ЦБ РФ, не связанные напрямую с ДКП: например, юридическая сфера или сфера по защите прав потребителей. Более того, несколько заместителей Председателя ЦБ РФ отвечают за одинаковые направления деятельности Банка России: банковский надзор или обеспечение финансовой стабильности, то есть наблюдается дублирование зон ответственности между членами Совета директоров.

В целях повышения профессионализма, независимости, объективности и прозрачности принимаемых решений по ДКП предлагается создание органа,

принимающего решения исключительно по ДКП – Комитета по денежно-кредитной политике (далее – Комитет). Отметим, что аналогичные Комитеты функционируют во всех развитых странах (могут применяться разные наименования) за исключением Канады.

Комитеты в разных странах имеют разную структуру. Так, в Банке Англии [177] в состав Комитета включены 9 членов: Управляющий Банком, три заместителя Управляющего по ДКП, финансовым рынкам, финансовой стабильности и банковской деятельности, главный экономист и 4 независимых внешних эксперта. Резервный банк Индии имеет схожий по структуре Комитет, хотя включает в себя меньшее количество участников – 6. Федеральный резервный банк США (далее – ФРС США) имеет Федеральный комитет по открытым рынкам [159], куда включены все участники Совета управляющих ФРС США, президент ФРС Нью-Йорка и 4 президента региональных ФРС США, которые сменяются один раз в год. Банк Бразилии включает в состав Комитета Управляющего Банка и его заместителей [196].

С учетом международного опыта и специфики государственного устройства Российской Федерации на рисунке 3.3 предлагается целевая модель Комитета.

Председатель Центрального банка Российской Федерации		
Первый заместитель (заместитель) Председателя ЦБ РФ по финансовым рынкам	Первый заместитель (заместитель) Председателя ЦБ РФ по банковскому надзору / финансовой стабильности	Первый заместитель (заместитель) Председателя ЦБ РФ по денежно-кредитной политике
Начальник главного управления Банка России по Центральному федеральному округу		Начальник, например, Волго – вятского главного управления Банка России (ежегодная замена участника Комитета на другого начальника главного управления)
Внешний эксперт	Внешний эксперт	Внешний эксперт

Источник: составлено автором.

Рисунок 3.3 – Модель Комитета по денежно-кредитной политике в Банке России

За основу взята модель Комитета Банка Англии с включением в состав Комитета Председателя ЦБ РФ, который, согласно организационной структуре Банка России, также отвечает за работу Департамента по операциям на финансовых рынках. В модели представлены три заместителя Председателя ЦБ РФ, зона ответственности которых имеет различную специфику, позволяющая оценивать риски принимаемых решений для их сфер ответственности.

С учетом опыта ФРС США, а также необходимости учета специфики российских регионов предлагаем включить в состав Комитета двух начальников главных управлений Банка России. Первый член Комитета, начальник главного управления Банка России по Центральному федеральному округу, имеет статус постоянного члена в отличие от других начальников главных управлений, членство которых должно быть сменяемым с началом каждого года. Связано это с тем, что Центральный федеральный округ имеет «вес» в российской инфляции в размере 33% (на 2025 год), тогда как остальные главные управления не более 15%. Валовой региональный продукт данного округа составляет около 40% от общероссийского показателя. Включение в состав Комитета начальников главных управлений позволит учесть специфику российских регионов, а также влияние принимаемых решений на их социально-экономическое положение.

Также предлагается включить в состав Комитета внешних членов (экспертов), примерные критерии отбора которых должны быть следующие:

- 1) Наличие степени доктора экономических наук (Ph.D) по теме диссертации, связанной с макроэкономикой, эконометрикой, математическими методами в экономике, международными финансами и ДКП.

- 2) Внешний член Комитета должен иметь не менее 15 научных работ по вышеуказанным направлениям в реферируемых научных журналах, включенных в Перечень рецензируемых научных журналов Высшей аттестационной комиссии (ВАК) и Ulrich's Periodicals Directory, входящих в

Российский индекс научного цитирования (РИНЦ), в Web of Science – Russian Science Citation Index, индексируемой базой данных RePEC (Research Papers in Economics).

3) Отсутствие конфликта интересов, способность принимать объективные решения, основанные на анализе и данных.

4) Готовность исполнять свои обязанности на условиях полной занятости для получения полной информации о состоянии российской экономики и ее регионов.

5) Назначение внешних членов должно учитывать принцип географического плюрализма, при этом один из внешних экспертов должен представлять столичный регион. Внешние члены Комитета из регионов не могут быть из тех же субъектов РФ, что и сменяемый начальник главного управления (пересечение в течение какого-то года возможно, поскольку начальники главных управлений будут сменяться).

Решения о включении внешнего члена Комитета принимаются Национальным финансовым советом с подачи председателя Банка России. Внешние члены должны назначаться каждые пять лет без возможности повторного переизбрания.

Заседания Комитета проходят восемь раз в год в соответствии с календарем решений по ключевой ставке.

Решения по ДКП должны быть опубликованы в форме пресс-релиза сразу после заседания Комитета. Пресс-конференции необходимо проводить в день публикации пресс-релиза, при этом на этой пресс-конференции должны присутствовать все члены Комитета в рамках принципа «единого голоса». Помимо представителей СМИ на данной конференции обязательно присутствие представителей научного сообщества и профессиональных аналитиков.

Создание Комитета соответствует лучшей практике стран, таргетирующих инфляцию, так как данный орган, включающий как сотрудников ЦБ РФ, так и внешних членов - экспертов, позволит принимать

решения на основе разностороннего анализа и плюрализма мнений, что повысит доверие бизнеса и населения к принимаемым Банком России решениям.

2) Развитие новых направлений коммуникаций.

Проблема высоких инфляционных ожиданий населения стоит в России довольно остро, не позволяя снижать инфляцию до целевого значения в 4%. Как уже отмечалось ранее, за последние годы диалоги Банка России с населением активно развивались через новые каналы. В исследовании, проведенной сотрудниками Банка России [60], отмечается, что уровень индекса прозрачности для широкой аудитории ЦБ РФ достаточно высок: Банк России занимает по этому показателю четвертое место в мире после Банка Канады, Англии и Европейского центрального банка.

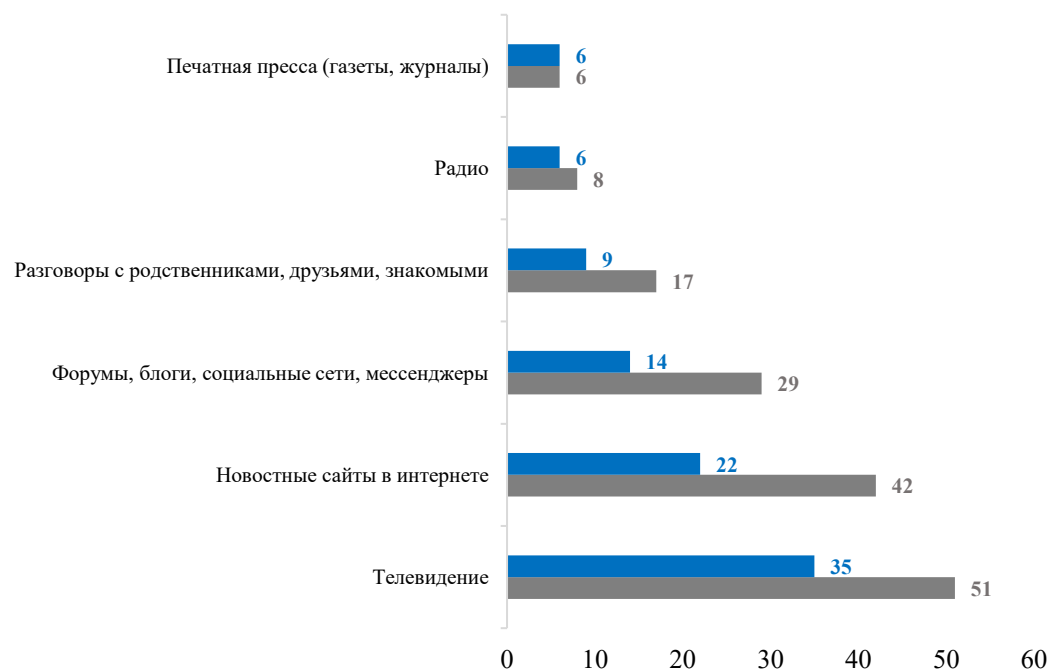
Несмотря на развитие коммуникаций, результативность данных каналов общения с населением остается все еще невысокой, так как сигналы Банка России в области ДКП не приводят к снижению инфляционных ожиданий населения.

В целях решения вышеуказанной проблемы предлагаем следующие направления развития диалогов с населением:

а) Использование телевидения как источника информации для населения.

Несмотря на то, что активное развитие технологий привело к снижению популярности телевизора как источника информации для широких слоев населения данный вид коммуникаций остается наиболее популярным среди российского населения, что прослеживается на рисунке 3.4.

- Есть ли источники информации, которым вы доверяете больше, чем остальным? И если да, то каким именно?
- Из каких источников вы чаще всего узнаете новости, информацию?



Источник: составлено автором по данным [193].

Рисунок 3.4 – Результаты опроса Фонда общественного мнения, в процентах

На сегодняшний день трансляции, например, пресс-конференций проводятся на сайте Банка России, в социальной сети «ВКонтакте» и телеграмм-канале Банка России, и ориентированы, прежде всего, на заинтересованных зрителей.

Для повышения финансовой грамотности населения и прозрачности ДКП представляется целесообразным пересмотреть формат телевизионных коммуникаций Банка России. Вместо традиционной модели информирования, ограничивающейся лаконичным озвучиванием решений в новостных блоках, предлагаем внедрить модель объясняющей визуальной коммуникации.

Ключевым элементом является трансляция не только факта изменения ключевой ставки, но и причинно-следственных связей, лежащих в основе данного решения. Для этого необходимо использовать комплекс инструментов визуализации (инфографика, анимированные графики, схемы) в рамках специально подготовленных сюжетов. Это позволит декомпозировать сложные экономические процессы (динамика инфляции, состояние

внешнеторгового баланса, показатели деловой активности) на понятные для широкой аудитории компоненты.

Для достижения максимального охвата и опоры на эффект доверия, трансляция данного контента должна осуществляться через каналы с максимальным проникновением в целевую аудиторию. Согласно данным социологических исследований (например, мониторинг Фонда общественного мнения), наибольший уровень доверия у населения отмечается к телеканалам «Первый канал» и «Россия 1». Размещение объясняющего контента в прайм-тайм новостных выпусках в день принятия решений по ключевой ставке является наиболее эффективным с точки зрения достижения информационного охвата и восприятия сообщения как достоверного.

Реализация данного предложения позволит перевести коммуникацию Банка России из плоскости информирования в плоскость просвещения, способствуя формированию более осознанных ожиданий у экономических агентов и повышая общую результативность проводимой ДКП.

б) Периодические публикации докладов о национальной валюте.

В работе аналитиков Банка России [39] отмечалось, что изменение курса оказывает влияние на формирование инфляционных ожиданий населения через сигнальный канал (канал ожиданий): изменение цен на товары вследствие ожиданий населения относительно влияния курса национальной валюты на цены и инфляцию. В связи с этим, важным является понимание населением причин изменения курса национальной валюты, факторов, влияющих на курс валюты и политику ЦБ РФ.

В настоящее время информация о курсе национальной валюты широко представлено в информационно-аналитическом материале «Обзор рисков финансовых рынков», публикация которой осуществляется ежемесячно. Однако информация в данном материале представлена сложным языком, понятным в основном профессионалам. Кроме того, многие люди, заходя на сайт Банка России, могут и не знать о наличии такой информации.

В связи с этим предлагается создание ежемесячного

информационно-аналитического материала «О курсе национальной валюты», написанного доступным для широких слоев населения языком. Данный материал должен быть дополнен глоссарием с основными терминами, представленными в данном материале.

В материале необходимо отобразить следующую информацию:

- графическое и текстовое описание изменения курса национальной валюты к доллару, евро и юаню;
- причины изменения курса;
- действия центрального банка в сложившихся условиях. В данном пункте необходимо также четко разграничить валютные операции ЦБ РФ в рамках стабилизации курса национальной валюты и регулярных покупок/продаж иностранной валюты в рамках бюджетного правила;
- глоссарий (при необходимости) с расшифровкой сложных терминов.

Данный материал позволит улучшить понимание населения о последних изменениях курса национальной валюты и сделать их инфляционные ожидания более заякоренными.

в) Применение неформального доверительного подхода для общения с населением.

На сегодняшний день одним из самых популярных форматов общения с широкими слоями населения являются персонализированные беседы в доверительном ключе [65]. Примерами таких подходов могут быть вопросы-ответы в социальных сетях или проведение лекций Председателем Банка России в школах, в университетах и проч.

Крайне удачным историческим примером служат «Беседы у камина» Франклина Рузвельта. В 1930-е годы Президент США использовал радиообращения к населению с целью объяснения действий правительства США по выходу из Великой депрессии [26]. Ф. Рузвельт использовал простой язык общения. Благодаря радиообращениям удалось снизить неопределенность, страх народа перед изменениями, а также повысить доверие граждан к политике государственных властей США.

Считаем, что такой подход применим и для руководства Банка России. Источником информации могут стать телевидение, социальные сети и видеохостинги, в рамках которых денежные власти смогли бы объяснить простыми словами политику ЦБ РФ и ответить на интересующие граждан вопросы.

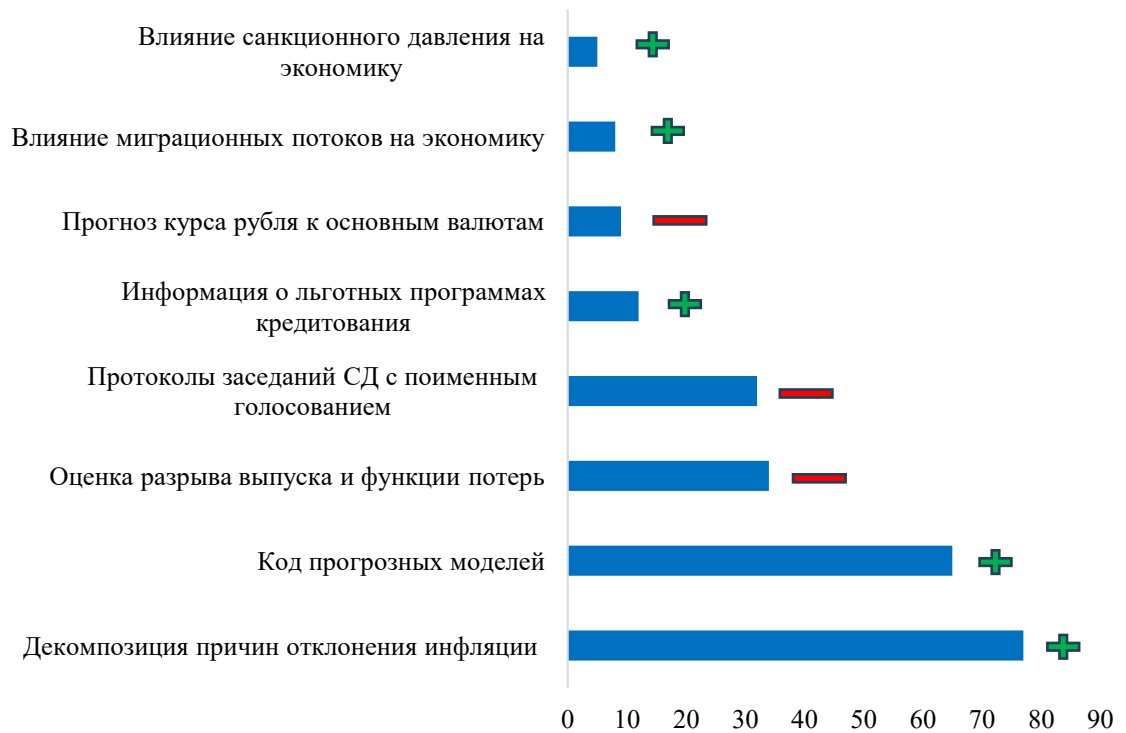
3) Повышение предсказуемости решений Банка России посредством улучшения коммуникаций с профессиональной аудиторией и бизнесом.

В параграфе 2.1 настоящего исследования упоминалась существующая проблема предсказуемости решений Банка России. Более явно непредсказуемость решений ЦБ РФ по ключевой ставке можно представить на примере декабрьского заседания Совета директоров Банка России в 2024 году. Данные Bloomberg, опросы аналитиков в популярных макроэкономических телеграмм-каналах («СберИнвестиции», «ВТБ Мои инвестиции», «Холодный расчет», «Твердые цифры», ММІ) показывали, что большинство профессиональных аналитиков ожидают решения по ключевой ставке – 23%. Принятое решение (оставить ставку на уровне 21%) было оправдано информационным преимуществом Банка России по сравнению с участниками финансового рынка. Если ставится задача по повышению доверия к принимаемым Банком России решениям, то такая ситуация не решает проблемы повышения доверия.

Проблема информационного преимущества раскрыта в работе [65]. Автор на основе данных Bloomberg сопоставляет частоту «сюрпризов» решений по ДКП в первые годы инфляционного таргетирования среди центральных банков. Результаты показывают, что «сюрпризы» Банка России составляют 32%, тогда как результаты ЕЦБ – 11%, ФРС США – 10%, Банк Норвегии – 18%. Также автор сопоставляет среднюю за год ошибку консенсуса Bloomberg в решениях по ключевой ставке в России, результаты которой выявили следующее: наибольшая ошибка выявлена в 2015 году – 34,7; в 2016-2020 годах – среднее значение – 7, в 2021 году показатель вырастает до 15,5.

Наиболее популярные запросы профессиональных аналитиков,

научного сообщества, бизнеса на пока не публикуемые Банком России практики коммуникаций представлены на рисунке 3.5.



Источник: составлено автором по данным [10] и телеграмм – каналов «СберИнвестиции», «ВТБ Мои инвестиции», «Холодный расчет», «Твердые цифры», «ММІ» и Helicopter–Macro.

Рисунок 3.5 – Количество упоминаний профессиональных аналитиков, научного сообщества и представителей бизнеса о необходимости публикации данных материалов

Для обеспечения надлежащей прозрачности ДКП Банка России на рисунке 3.5 выделены те практики коммуникаций, наличие которых может положительно сказаться на увеличении предсказуемости и улучшении доверия к Банку России. Оценка разрыва выпуска/функции потерь, поименное голосование по ставке, прогноз курса рубля не рекомендуются к публикации, так как могут негативно сказаться на доверии Банку России в вопросах ДКП. Так, публикация поименного голосования невозможна по причине принципа «единого голоса» в Банке России, оценка разрыва выпуска не является наблюдаемой величиной, что может создать иллюзию достоверности данной величины и неправильно интерпретироваться [87].

Помимо упомянутых коммуникаций предлагаются также следующие виды коммуникаций, способные улучшить предсказуемость Банка России:

а) Утверждение стратегии ДКП (по примеру Национального банка Республики Казахстан, Центрального банка Чили и ФРС США).

В целях улучшения предсказуемости и повышения открытости ДКП считаем необходимым разработку долгосрочного документа «Стратегия ДКП», в которой будут определены основные цели и приоритеты ДКП.

В этом Документе должны быть также определены основные направления развития инструментов ДКП в целях обеспечения ценовой стабильности и создания условий для экономического развития страны и проведения структурной трансформации экономики. Документ должен утверждаться и разрабатываться на 10 лет (с возможностью внесения корректировок) и проходить «защиту» не только в органах государственной власти, в том числе перед депутатами Государственной думы Российской Федерации, но и перед профессиональными аналитиками, представителями бизнеса и научного сообщества, а также перед населением.

б) Дальнейшее развитие модельного аппарата, в том числе с представителями научного сообщества и профессиональной сферы.

В целях улучшения модельного аппарата предлагаем использовать «ансамбль моделей», то есть использовать не только эконометрические модели прогнозирования макроэкономических переменных, но и методы машинного обучения с публикацией прогнозных кодов в открытый доступ. Считаем, что использование нескольких моделей позволит более точно проводить расчеты.

Также считаем необходимым проводить оценку эффективности прогнозирования макропеременных и объяснять причины недостижения прогнозных показателей перед представителями научного сообщества и аналитиками с публикацией протоколов встреч и эфиров в открытый доступ на сайте Банка России.

3.3 Разработка предложений и рекомендаций по совершенствованию отдельных инструментов денежно-кредитной политики в контексте эффектов структурной трансформации российской экономики

В зависимости от фазы структурной трансформации, которые описывались в параграфе 1.3, ДКП должна по-разному реагировать на возникающие эффекты:

- в первой фазе: подстройка относительных цен, дефицит ликвидности, риски для финансовой стабильности, высокая неопределенность, высокий бюджетный импульс, рост уровня нейтральной ставки, смещение совокупного спроса с внешнего сектора во внутренний, рост доли льготных кредитов в структуре кредитного портфеля банков, изменение работы валютного канала трансмиссионного механизма ДКП;

- во второй фазе: продолжение подстройки относительных цен, сохранение высокой неопределенности, высокий бюджетный импульс (для обеспечения стабильности цен в теории должен уменьшаться), смещение совокупного спроса с внешнего сектора во внутренний, сохранение высокой доли льготных кредитов в экономике (с уменьшением), изменение работы валютного канала трансмиссионного механизма ДКП;

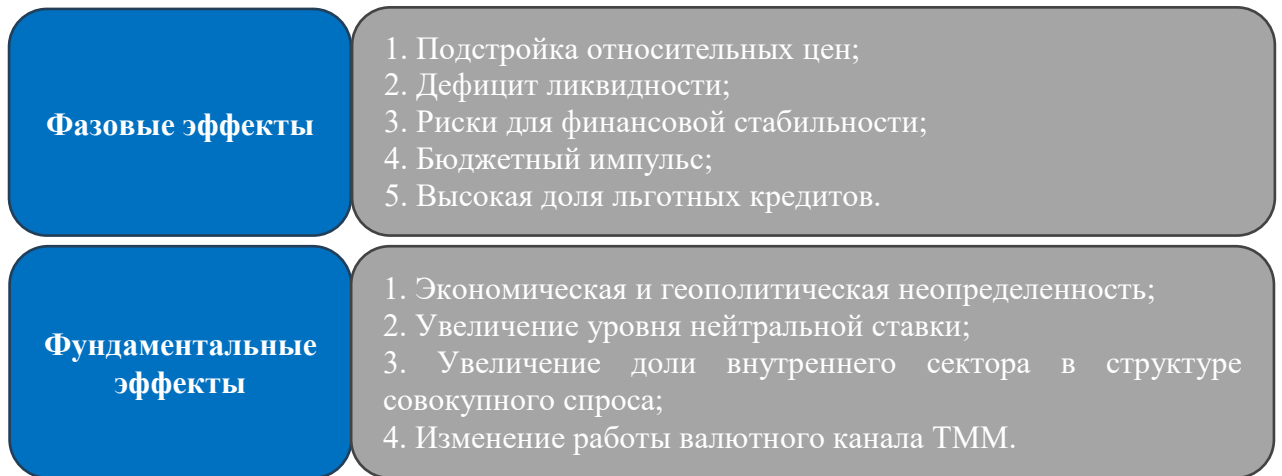
- в третьей фазе: сохранение неопределенности, небольшой бюджетный импульс, смещение совокупного спроса с внешнего сектора во внутренний, изменение работы валютного канала трансмиссионного механизма ДКП;

- в четвертой фазе: наличие неопределенности в некоторых секторах экономики, сохранение высокой доли внутреннего сектора в совокупном спросе, изменение работы валютного канала, смещение нейтральной ставки в большую сторону.

Следует заметить, что некоторые эффекты носят фундаментальный характер, то есть повторяются на каждой фазе структурной трансформации. Такие эффекты предлагаем обозначить фундаментальными, тогда как эффекты, действие которых ограничено фазой (в редком случае двумя фазами)

трансформации, определять фазовыми.

Группировка эффектов представлена на рисунке 3.6.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.6 – Фазовые и фундаментальные эффекты структурной трансформации российской экономики для ДКП

В параграфе 2.1 отмечалось, что благодаря слаженной работе российских монетарных и фискальных властей удалось нивелировать фазовые эффекты структурной трансформации. Так, например, благодаря паузе в ужесточении ДКП в первой и во второй (частично) фазах удалось обеспечить подстройку относительных цен и поддержать предприятия реального сектора экономики. Эффективная работа системы инструментов операционной процедуры ДКП позволили избежать устойчивого дефицита ликвидности банковского сектора и минимизировать риски для финансовой стабильности [12-14; 91; 92].

Однако, текущая ДКП не в полной мере решает фундаментальные задачи трансформации российской экономики.

В связи с этим разработаны ряд рекомендаций, позволяющих улучшить качество применяемых инструментов ДКП в период структурной трансформации российской экономики:

1) Разработка и утверждение стратегического документа «О политике Банка России в период структурной трансформации экономики» (с публикацией короткой версии документа).

В настоящее время общая направленность ДКП Банка России и

применяемых инструментов отражается в Основных направлениях единой государственной ДКП на очередной год и плановый период, в котором, безусловно, отражены эффекты структурной трансформации экономики и роль инструментов ДКП в нивелировании влияния данных эффектов [13, разделы 1,2,3].

В условиях структурной трансформации экономики, сопровождающейся изменением ключевых параметров экономической системы, Банку России целесообразно разработать и опубликовать стратегический документ, в котором будут четко обозначены приоритеты и механизмы ДКП на период трансформации. Данный документ должен выполнять функцию «якоря ожиданий» для экономических агентов, снижая неопределенность и макроэкономические риски, связанные с переходным периодом. ЦБ РФ необходимо предусмотреть меры по минимизации рисков, связанных с высокой волатильностью валютного курса, изменением процентных ставок и возможными дисбалансами на финансовых рынках. В частности, следует предусмотреть сценарии реагирования на внешние шоки (например, изменение цен на сырьевые товары или ужесточение санкционного режима) и внутренние дисбалансы.

В стратегическом документе важно отразить ожидаемые эффекты структурной трансформации для экономики, включая потенциальное влияние на темпы экономического роста, уровень занятости, инвестиционную активность и конкурентоспособность национальной экономики. Банк России должен учитывать долгосрочные последствия трансформации, такие как изменение структуры совокупного спроса, трансформация финансовых рынков и перераспределение ресурсов между секторами.

В Документе также целесообразно учесть опыт других стран, которые успешно реализовали структурные реформы в условиях макроэкономической нестабильности, что позволит адаптировать лучшие практики к специфике российской экономики.

2) Усиление согласованности инструментов денежно-кредитной и

бюджетной политики в части:

а) Формирования общей стратегия воздействия на инфляционные ожидания населения и бизнеса.

Проведенный анализ роли канала ожиданий экономических субъектов относительно бюджетной политики и его влияния на ДКП и структурную трансформацию экономики в параграфе 2.3 позволяет сформулировать направления совершенствования информационной политики российских фискальных и монетарных властей.

В условиях, когда ожидания экономических агентов формируются под воздействием как бюджетной, так и ДКП, критически важным становится создание общей стратегии информационной политики между Банком России и Правительством России для воздействия на ожидания экономических субъектов и снижения долгосрочных ставок в экономике.

Исследования [108; 109] свидетельствуют, что несогласованность сигналов фискальных и монетарных властей усиливает пессимистичные ожидания относительно устойчивости государственного долга, будущей инфляции и динамики долгосрочных ставок. Это создает дополнительные риски для инвестиционной активности, особенно в секторах, ориентированных на импортозамещение.

Для минимизации подобных эффектов предлагается:

1) Обеспечить формализацию совместных коммуникационных рамок, в которых четко декларируются приоритеты бюджетной политики в контексте их соответствия целям таргетирования инфляции, а также подчеркивается приверженность Правительства Российской Федерации к сдерживанию проциклического расширения дефицита.

2) Создать институциональную платформу для координации (например, регулярные публичные доклады Банка России и Минфина России с единой аналитикой по рискам для инфляционных ожиданий).

3) Ввести в практику «правила реакции» на макроэкономические шоки, предполагающие пояснения мер ДКП и фискальной политики для

снижения неопределенности.

Такая стратегия позволит синхронизировать восприятие экономическими агентами действий властей, снизить премию за риск и поддержать инвестиции в новые производства. Как показывает теория рациональных ожиданий [126; 127], последовательность и прозрачность политик кратно повышают эффективность их трансмиссии в реальный сектор.

б) Обеспечить общую согласованность макроэкономических прогнозов Банка России и Правительства Российской Федерации.

В настоящее время существует проблема неидентичной оценки экономической ситуации разными государственными органами, ответственными за проведение экономической политики государства.

Таблица 3.4 - Основные параметры прогнозов Банка России и Правительства Российской Федерации на 2025 год в рамках базового сценария

В процентах

№	Показатели	Прогнозы Правительства Российской Федерации	Прогнозы ЦБ РФ
1	Инфляция, декабрь к декабрю прошлого года	4,5	9,1-9,8
2	ВВП	2,5	1,0 – 2,0
3	Расходы на конечное потребление	4,2	0,5-1,5
4	Валовое накопление	0,0	1,5 – 3,5
5	Экспорт	3,0	(-0,5) – 1,5
6	Импорт	5,4	0,0 – 2,0

Источник: составлено автором по данным [18; 175].

Таблица 3.4 отражает значительные расхождения в макроэкономических прогнозах Банка России и Правительства Российской Федерации, что свидетельствует о различии в исходных предпосылках и гипотезах при составлении прогнозов.

Проблема не только не обеспечивает согласованность общей макроэкономической политики государства, но и служит источником негативного сигнала для финансового рынка, снижая доверие к экономической политике властей.

Решением данной проблемы (помимо прямых совещаний органов власти по обсуждению прогнозов) могло бы стать дополнительные коммуникации о причинах таких расхождений, которые бы позволили обеспечить нахождение исходных разногласий при составлении прогнозов и дать большую ясность для участников финансового рынка. Коммуникации могли бы быть в форме приложения к Основным направлениям единой государственной ДКП, где монетарный регулятор поясняет о причинах расхождения прогнозов.

3) Совершенствование операционной процедуры ДКП.

Прошедшие кризисы 2020 и 2022 годов говорят об эффективности операционной процедуры ДКП Банка России. Благодаря своевременным и взвешенным мерам регулятору удалось минимизировать риски для финансовой системы, поддержать ликвидность банковского сектора и предотвратить масштабные кризисные явления.

Банк России в своих материалах [91; 92] справедливо отмечает проблемы в работе операционной процедуры, связанные с сегментированностью и концентрацией рынка межбанковского кредитования (далее – МБК), зависимостью от обеспечения, низкой активностью на рынке МБК, волатильностью ставок и ограниченной ролью небанковских финансовых организаций. Решение выделенных Банком России проблем лежит не в плоскости ДКП и связано с общим развитием финансового рынка.

Наши предложения касаются применения искусственного интеллекта в целях улучшения качества прогнозирования потребности банковского сектора в ликвидности и моделирования поведения экономических агентов в случае макроэкономических шоков. Так, анализ новостных сводок с помощью моделей искусственного интеллекта (например, BERT от Google) и определения их тональности позволит обеспечить раннее выявление негативного фона в средствах массовой информации и заранее подготовить банковский сектор к повышенному спросу на ликвидность со стороны населения, бизнеса и государственных организаций. Также, искусственный

интеллект может моделировать поведение экономических агентов при наступлении кризисных явлений на основе исторического опыта и, тем самым, заранее подготовить перечень применяемых инструментов операционной процедуры ДКП в целях поддержки банковского сектора.

Современные макроэкономические модели (например, DSGE) опираются на гипотезу о рациональных ожиданиях экономических агентов при прогнозировании макроэкономических показателей, тогда как наши предложения опираются на поведенческий фактор. Опыт 2022 года продемонстрировал, что поведение, например, населения в периоды шоков подвержено социальному влиянию и эмоциональной реакции на внешние шоки. Поэтому, предлагаемые нами предложения могут быть крайне полезны.

4) Совершенствование специализированных инструментов рефинансирования Банка России.

Действующие инструменты ЦБ РФ для поддержки приоритетных секторов (МСП, ВЭД, инвестиционные проекты) основаны на предоставлении ликвидности по ставкам, привязанным к ключевой и, как правило, ниже рыночных. Это создает фундаментальную проблему: крупные объемы такого рефинансирования сегментируют рынок ликвидности. Банки и компании в приоритетных секторах начинают слабее реагировать на изменения ключевой ставки, что ослабляет эффективность процентного канала трансмиссионного механизма – основного проводника ДКП. В результате ЦБ может столкнуться с ситуацией, когда для борьбы с инфляцией требуется ужесточать политику сильнее, чем это было бы необходимо в отсутствие подобных программ.

В таком случае расширение пула специализированных инструментов не выглядит целесообразным, дабы не создавать лишние риски ухудшения работы трансмиссионного механизма ДКП. Однако возможности для улучшения работы существующих механизмов, по нашему мнению, остаются.

Во-первых, было бы правильно увеличить сроки предоставляемых кредитов с трех (максимальный срок) до, например, семи лет в целях развития института «длинных денег» в экономике и обеспечения более долгосрочным

финансированием предприятий МСП / поддержки ВЭД.

Во-вторых, предлагаем расширить залоговое обеспечение данных инструментов облигациями субъектов Российской Федерации (на территории которых данное юридическое лицо (субъект МСП) осуществляет свою деятельность) с высоким кредитным рейтингом. Данное предложение не только позволит углубить рынок субфедеральных облигаций, но и создаст необходимые стимулы для регионального развития и улучшения фискальной дисциплины. Учитывая риски усиления межрегионального неравенства, предлагаем ограничить объем предоставляемых средств для каждого субъекта Российской Федерации.

Выводы по главе 3

В данной главе разработана и апробирована авторская методика оценки качества ДКП и работы ее инструментов. Проведенные расчеты показывают, что в качестве ДКП Банка России с 2018 года наблюдаются улучшения: показатель от среднего качества перешел к выше среднему качеству. Показатель 2024 года имеет наиболее высокую оценку, что связано с улучшением работы операционной процедуры ДКП и развитием новых направлений коммуникаций. Показатель России за 2024 год опережает показатели некоторых развивающихся стран, тогда как от развитых стран есть небольшое отставание.

Разработаны рекомендации по развитию инструментов ДКП Банка России. Особое внимание было уделено коммуникациям в целях повышения прозрачности политики в условиях трансформации экономики. Снижение уровня неопределенности – ключевая задача для Банка России. Для повышения прозрачности мы предлагаем: повышение доверия к принимаемым Банком России решениям посредством учреждения Комитета по ДКП; снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса через развитие новых направлений коммуникаций (использование телевидения как

источника информации для населения, начало публикации доклада о национальной валюте и применение неформального доверительного подхода для общения с населением), а также повышение предсказуемости решений Банка России посредством улучшения коммуникаций с профессиональной аудиторией и бизнесом.

В главе также обобщены эффекты (фазовые и фундаментальные) структурной трансформации экономики для ДКП. В контексте этих эффектов предложены ряд направлений совершенствования инструментария ДКП: дальнейшее развитие операционной процедуры ДКП через применение искусственного интеллекта, улучшение координации с бюджетной политикой (в том числе для формирования общей стратегии воздействия на инфляционные ожидания населения и бизнеса и обеспечения общей согласованности макроэкономических прогнозов), утверждение стратегического документа «О политике Банка России в период структурной трансформации экономики», а также развитие специализированных инструментов рефинансирования.

Заключение

Теория ДКП прошла долгий путь развития. Проведенный анализ научных публикаций, затрагивающих вопросы денежно-кредитной и монетарной политики, позволили сделать периодизацию концепций денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики в XX-XXI вв., а также определить причины смены одного этапа на другой, которыми стали глобальные макроэкономические и финансовые потрясения. Подходы различных экономических школ к роли ДКП отличаются: например, экономическая школа «кейнсианство» отводит ДКП вторичную роль по сравнению с бюджетной, тогда как представители школы «монетаризм» считают ДКП основой экономической политики любого государства.

На сегодняшний день большинство макроэкономистов едины во мнении, что ДКП является действенным инструментом воздействия на ВВП в краткосрочном периоде, но не в среднесрочном или долгосрочном периодах. Связано это с тем, что в краткосрочном периоде рост денежной массы сопровождается низким уровнем процентных ставок, создающим дополнительный стимул роста потребительского и инвестиционного спроса и, соответственно, ВВП. В среднесрочном и долгосрочном периодах изменения уровня и темпов роста денежной массы не оказывают значимого влияния на ВВП или безработицу, но воздействуют на рост цен: изменения в темпе роста номинальной денежной массы вызывают соответствующие изменения в уровне инфляции.

Определение понятия «денежно-кредитная политика» приводится во множествах работах отечественных и зарубежных ученых, на официальных сайтах центральных банках и международных финансовых организаций. Часть авторов акцентирует внимание на специфике ДКП, то есть на воздействии на денежные и кредитные рынки. Другая группа авторов подчеркивает важность ДКП в обеспечении экономического роста и иных стратегических целях экономической политики государства. Центральные

банки и международные финансовые организации в своих определениях также упоминают содействие экономическому росту посредством обеспечения стабильности цен. Однако, все рассмотренные определения игнорируют необходимость создания условий для устойчивого экономического роста и вопросы повышения благосостояния граждан, так как экономический рост его не гарантирует. Также в данных определениях объектом воздействия политики обозначаются исключительно денежно-кредитные отношения, тогда как в настоящее время к объектам воздействия справедливо отнести доверие населения, бизнеса, органов власти (экономических агентов) к проводимой ДКП. В связи с этим, было представлено авторское определение ДКП - «часть макроэкономической политики государства, проводимая центральным банком (в координации с правительством) в целях создания условий для устойчивого экономического роста и повышения благосостояния граждан через воздействие на денежно-кредитные отношения и доверие экономических агентов к проводимой политике». Научной новизной данного определения является расширение объектов воздействия ДКП на доверие экономических агентов, а также необходимость учета современных вызовов при реализации политики.

Рассмотрение инструментов ДКП позволило четко разграничить: основными инструментами ДКП Банка России являются ключевая ставка и коммуникации, тогда как остальные инструменты ДКП входят в систему инструментов операционной процедуры ДКП, целью применения которых не является прямое воздействие на кредитный рынок и, следовательно, на экономику в целом. Данное утверждение позволяет классифицировать инструментарий ДКП на две категории: инструменты, влияющие на объемы кредитования экономики, включающий ключевую ставку и коммуникационную политику, и инструменты, преследующие иные цели, такие как система инструментов операционной процедуры.

Заметим, что применение нестандартных инструментов ДКП в России не востребовано по причине отсутствия рисков дефляции и устойчивого

отклонения инфляции от цели.

На проведение ДКП в условиях структурной трансформации влияет то, на каком этапе данных преобразований находится экономика. На первом этапе трансформации в условиях внешних шоков происходят масштабные структурные изменения в экономике. В таких условиях задачей ДКП является недопущение кредитного сжатия, инфляционной спирали и содействие макропруденциальной политике в части обеспечения финансовой стабильности. По мере адаптации экономики и ослабления шоков на втором и последующих этапах структурной трансформации ДКП должна обеспечивать стабильность и устойчивость цен, то есть низкую инфляцию для обеспечения более активного кредитования нефинансовых организаций при реализации инвестиционных проектов. При этом, по мере реализации структурной трансформации, могут наблюдаться и отклонения инфляции от цели, которые ДКП должна нивелировать.

В процессе структурной трансформации экономики важную роль играют коммуникации Банка России, позволяющие снижать экономическую неопределенность. Формирования понятных сигналов о возможных дальнейших решениях центрального банка напрямую воздействуют на инфляционные ожидания населения и бизнеса, кривую доходности и денежно-кредитные условия. Помимо этого, центральные банки должны объяснять логику принимаемых решений, что требует от них постоянной работы по повышению своей транспарентности.

Проведенная ретроспективная оценка ДКП с 2022 года показывает, что введение беспрецедентных санкций оказало влияние на процессы формирования и реализации ДКП, основными факторами которой стали изменения относительных цен, работа валютного канала трансмиссионного механизма ДКП, смещение внешнего спроса на внутренний и номинальной нейтральной ставки в большую сторону, высокий бюджетный импульс и разрыв выпуска.

На основе модели AD-AS за период таргетирования инфляции

Банка России были обнаружены рекордные инфляционные разрывы в период структурной адаптации российской экономики - свыше 3% в 2023 и 2024 гг.

На основе уравнения спецификации модифицированного правила Тейлора была представлена упрощенная оценка оптимальности принятых решений по ДКП Банка России в период структурной трансформации экономики. Результаты оценки модели подтвердили справедливую траекторию ключевой ставки, также сопоставимую с ожиданиями профессиональных аналитиков.

Изучение зарубежного опыта проведения ДКП в условиях макроэкономических шоков позволяет не только убедиться в правильности режима ДКП, но и подчеркнуть возможности совершенствования российской ДКП. В период макроэкономических шоков политика центральных банков направлена на нивелирование рисков роста инфляции и инфляционных ожиданий населения посредством использования процентной ставки и коммуникаций как основных инструментов ДКП.

Анализ координации денежно-кредитной и бюджетной политики позволяет сделать вывод, что меры Правительства Российской Федерации и Банка России в первой фазе структурной трансформации российской экономики были результативными: благодаря общим усилиям была обеспечена ценовая и финансовая стабильность, а также сохранена устойчивость нефинансового сектора экономики. Для обеспечения макроэкономической стабильности в средне- и долгосрочном периоде необходима координация инструментов бюджетной политики с целями ДКП: параметры бюджетного дефицита и государственного долга должны соответствовать целям обеспечения ценовой стабильности. Оптимальным сочетанием политик является пассивная бюджетная политика и активная ДКП, чего в настоящий момент в российской экономике не наблюдается.

В целях определения соответствия качества проводимой ДКП актуальным условиям и вызовам современности, в том числе структурной трансформации экономики, в рамках исследования предложена методика

расчета сводного индекса качества ДКП на основе 39 показателей (+2 дополнительных антикризисных показателя). Методика является специализированной и применимой только для центральных банков, таргетирующих инфляцию, так как при смене режима ДКП меняется общая стратегия ее проведения. Безусловным преимуществом разработанной методики является ее комплексность, учитываются все «особенности» (эффективность, надлежащую прозрачность, независимость, адаптивность, согласованность действий) ДКП. При этом данная процедура предполагает не только нахождение «узких» мест в проводимой ДКП, но и поиск направлений совершенствования ее инструментария, в том числе в целях обеспечения структурной трансформации экономики.

Результаты оценки качества ДКП России позволяют констатировать, что в формировании и реализации ДКП наблюдаются улучшения: показатель от среднего качества в 2018 году устойчиво перешел к выше среднему качеству. Показатель 2024 года имеет наиболее высокую оценку, что связано с улучшением работы операционной процедуры ДКП и развитием новых направлений коммуникаций в Банке России. Также было проведено сравнение качества ДКП в зарубежных странах и в России, которое показало небольшое отставание Банка России от центральных банков некоторых развитых стран.

Разработаны рекомендации по развитию инструментария ДКП Банка России. Особое внимание было уделено коммуникациям в целях повышения прозрачности политики в условиях трансформации экономики. Снижение уровня неопределенности – ключевая задача для Банка России. Для улучшения прозрачности предлагается: повышение доверия к принимаемым Банком России решениям посредством учреждения Комитета по ДКП; снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса через развитие новых направлений коммуникаций (использование телевидения как источника информации для населения, начало публикации доклада о национальной валюте и применение неформального доверительного подхода для общения с населением), а также обеспечение предсказуемости решений Банка России

посредством улучшения коммуникаций с профессиональной аудиторией и бизнесом.

Обобщены эффекты (фазовые и фундаментальные) структурной трансформации экономики для ДКП. В контексте этих эффектов предложен ряд направлений совершенствования инструментария ДКП: дальнейшее развитие операционной процедуры ДКП через применение искусственного интеллекта, улучшение координации с бюджетной политикой (в том числе для формирования общей стратегии воздействия на инфляционные ожидания населения и бизнеса и обеспечения общей согласованности макроэкономических прогнозов), утверждение стратегического документа «О политике Банка России в период структурной трансформации экономики», а также развитие специализированных инструментов рефинансирования.

Список литературы

Нормативные правовые акты

1. Российская Федерация. Законы. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : федеральный закон № 86-ФЗ [принят Государственной Думой 27 июня 2002 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/ (дата обращения: 02.03.2024).

2. Российская Федерация. Законы. О Правительстве Российской Федерации : федеральный конституционный закон № 4-ФКЗ [принят Государственной Думой 27 октября 2020 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_366950/ (дата обращения: 02.03.2024).

3. Об утверждении приоритетных направлений научно-технологического развития и перечня важнейших наукоемких технологий [Указ Президента Российской Федерации от 18 июня 2024 г. № 529]. – Официальный интернет-портал правовой информации. – Текст : электронный. – URL: <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202406180018/> (дата обращения: 02.11.2024).

4. Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации и Положения об условиях отнесения проектов к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации, о представлении сведений о проектах технологического суверенитета и проектах структурной адаптации экономики Российской Федерации и ведении реестра указанных проектов, а также о требованиях к организациям, уполномоченным представлять заключения о

соответствии проектам требованиям к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации [Постановление Правительства Российской Федерации от 15 апреля 2023 г. № 603]. – Официальный интернет-портал правовой информации. – Текст : электронный. – URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202304170025> (дата обращения: 02.03.2024).

5. План первоочередных действий по обеспечению развития российской экономики в условиях внешнего санкционного давления [одобрен на заседании Президиума Правительственной комиссии по повышению устойчивости российской экономики в условиях санкций 15 марта 2022 года] / Правительственная комиссия по повышению устойчивости российской экономики в условиях санкций : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://мойбизнес14.рф/wp-content/uploads/2022/04/68196761.pdf> (дата обращения: 10.11.2024).

6. Устав Европейской системы центральных банков и Европейского центрального банка [принят Высокими договаривающимися сторонами в рамках Маастрихтского договора 7 февраля 1992 года] / Европейский союз : EUR-Lex - портал правовой информации. – Брюссель. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12012M%2FTXT> (дата обращения: 15.12.2024).

7. Годовой отчет Банка России за 2024 год / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55239/ar_2024.pdf (дата обращения: 10.04.2025).

8. Годовой отчет Банка России за 2023 год / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49041/ar_2023.pdf (дата обращения: 11.04.2025).

9. Годовой отчет Банка России за 2022 год / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43872/ar_2022.pdf (дата обращения: 12.04.2025).

10. Итоги общественных консультаций в регионах по денежно-кредитной политике: материалы Банка России / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. - URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/172452/report_06022025.pdf (дата обращения: 10.03.2025).

11. Основные направления единой государственной ДКП на 2026 год и период 2027 и 2028 годов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/180751/on_2026\(2027-2028\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/180751/on_2026(2027-2028).pdf) (дата обращения: 10.10.2025).

12. Основные направления единой государственной ДКП на 2025 год и период 2026 и 2027 годов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027/ (дата обращения: 10.10.2024).

13. Основные направления единой государственной ДКП на 2024 год и период 2025 и 2026 годов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024\(2025-2026\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024(2025-2026).pdf) (дата обращения: 10.03.2024).

14. Основные направления единой государственной ДКП на 2015 год и период 2016 и 2017 годов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/87372/on_2015\(2016-2017\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/87372/on_2015(2016-2017).pdf) (дата обращения: 02.10.2024).

15. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2025 год и плановый период 2026 и 2027 годов /

Министерство финансов Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2024/10/main/ONBNiTTP__2025_2027.pdf (дата обращения: 16.11.2024).

16. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и плановый период 2025 и 2026 годов / Министерство финансов Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/09/main/ONBNiTTP__2024-2026.pdf (дата обращения: 15.11.2024).

17. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2023 год и плановый период 2024 и 2025 годов / Министерство финансов Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2022/11/main/2023-2025.pdf> (дата обращения: 14.11.2024).

18. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2025 год и плановый период 2026 и 2027 годов / Министерство экономического развития Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/b028b88a60e6ddf67e9fe9c07c4951f0/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_2025-2027.pdf (дата обращения: 14.04.2025).

Книги, монографии

19. Абель, Э. Макроэкономика (5-е издание) / Э. Абель, Б. Бернанке. – Санкт – Петербург : Издательство «Питер», 2010. – 768 с. – ISBN 978-5-469-01110-1.

20. Аджемоглу, Д. Почему одни страны богатые, а другие бедные / Д. Аджемоглу, Дж. Робинсон. – Москва : Издательство АСТ, 2021. – 672 с. – ISBN 978-5-17-122424-0.
21. Аджемоглу, Д. Узкий коридор / Д. Аджемоглу, Дж. Робинсон. – Москва : Издательство АСТ, 2021. – 704 с. – ISBN 978-5-17-121833-1.
22. Бланшар, О. Макроэкономика : учебник / О. Бланшар. – Москва : Издательство Государственного университета «Высшая школа экономики», 2010. – 671 с. – ISBN 978-5-7598-1242-5.
23. Бернанке, Бен Ш. Монетарная политика XXI века. Эволюция Федеральной резервной системы от Великой инфляции до пандемии COVID – 19 / Бен Ш. Бернанке; [перевод с английского Д. Дворцовой]. – Москва : Издательство «Эксмо», 2025. – 496 с. – ISBN 978-5-04-220972-7.
24. Грязнова, А. Г., Макроэкономика. Теория и российская практика : учебник / А. Г. Грязнова, Н. Н. Думная, ; под ред. А. Г. Грязновой, Н. Н. Думной. - Москва : КНОРУС, 2024. - 675 с. - ISBN 978-5-406-12913-5.
25. Дж. Р. Хикс. Стоимость и капитал / Хикс, Дж. Р. – Москва : Издательская группа «Прогресс», 1993. – 488 с. – ISBN 978-5-0000-000-0.
26. Нуреев, Р.М. Исторические судьбы учения Дж. М. Кейнса: монография / Р.М. Нуреев, Ю.В. Латов. - Москва : КНОРУС, 2023. - 266 с. - ISBN 978-5-406-10976-2.
27. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – Москва : Издательство «Прогресс», 1978. – 356 с. – ISBN 978-5-17-148781-2.
28. Кларк, Дж. Распределение богатства / Дж. Кларк. – Москва : Издательство ОГИЗ, 1934. – 298 с. – ISBN 978-5-0000-0000-0.
29. Кульков, В. М. Макроэкономика : учебник и практикум для вузов / В. М. Кульков, И. М. Теняков. - Москва : Издательство Юрайт, 2023. - 324 с. - ISBN 978-5-534-15781-9.

30. Макроэкономика : учебник для вузов / А. С. Булатов [и др.] ; под редакцией А. С. Булатова. - Москва : Издательство Юрайт, 2023. - 333 с. - ISBN 978-5-534-06407-0.

31. Макроэкономика : учебник для вузов / под общей редакцией В. Ф. Максимовой. - Москва : Издательство Юрайт, 2023. - 155 с. - ISBN 978-5-534-16740-5.

32. Макроэкономика : учебник для вузов / С. Ф. Серегина [и др.] ; под редакцией С. Ф. Серegiной. - 4-е издание. - Москва : Издательство Юрайт, 2023. - 477 с. - ISBN 978-5-534-13156-7.

33. Маршалл, А. Принципы экономической науки / А. Маршалл. - Москва : Издательская группа «Прогресс», 1993. - 1076 с. - ISBN 978-5-0000-0000-0.

34. Николайчук, О. А. Микроэкономика и макроэкономика: краткий курс : учебное пособие / О. А. Николайчук. - Москва : КНОРУС, 2021. - 271 с. - ISBN 978-5-406-08253-9.

35. О чем говорят тренды: макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования Банка России № 7 (74). Октябрь 2024 / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/50720/bulletin_24-07.pdf (дата обращения: 02.10.2024).

36. О чем говорят тренды: макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования Банка России №3 (70). Апрель 2024 / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/48961/bulletin_24-02.pdf (дата обращения: 02.03.2024).

37. О чем говорят тренды: макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования Банка России № 5 (72). Июль 2024. / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. –

Текст : электронный. – URL:
https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49335/bulletin_24-05.pdf (дата
 обращения: 02.11.2024).

38 О чем говорят тренды: макроэкономика и рынки. Бюллетень
 Департамента исследований и прогнозирования Банка России №2 (69). Апрель
 2022 / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. –

Текст : электронный. – URL:
https://cbr.ru/Collection/Collection/File/48961/bulletin_24-02.pdf (дата
 обращения: 02.03.2024).

39. О чем говорят тренды: макроэкономика и рынки. Бюллетень
 Департамента исследований и прогнозирования Банка России № 3 (55). Июнь
 2022 / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. –

Текст : электронный. – URL:
https://cbr.ru/Collection/Collection/File/41049/bulletin_22-03.pdf (дата
 обращения: 02.03.2025).

40. Фишер, И. Покупательная сила денег / И. Фишер. – Москва :
 Издательский дом «Дело», 2001. - 320 с. - ISBN 5-7749-0223-4.

41. Принципы экономики: учебник / Н.Г. Мэнкью. –
 Санкт – Петербург : Издательский дом «Питер», 1999. – 784 с. –
 ISBN 5-314-00161-6.

42. Рождение неолиберальной политики: от Хайека и Фридмана до
 Рейгана и Тэтчер / Д. Стедмен – Джоунс. – Челябинск : Издательство
 «Социум», 2017. – 522 с. – ISBN 978-5-91603-691-6.

43. Современная денежно-кредитная политика: учебник /
 М.А. Абрамова, Г.А. Аболихина, Л.С. Александрова [и др.] ; под редакцией
 М.А. Абрамовой. - Москва : КноРус, 2022. - 330 с. - ISBN 978-5-406-02340-2.

44. Тарасевич, Л.С. Макроэкономика: учебник / Л.С. Тарасевич,
 П.И. Гребенников, А.И. Леусский. – Москва : Издательство «Высшее
 образование», 2006. - 654 с. – ISBN 978-5-534-02562-0.

45. Теория государства и права : учебник для вузов / А.С. Пиголкин,

А.Н. Головистикова, Ю.А. Дмитриев ; под редакцией А.С. Пиголкина, Ю.А. Дмитриева. – 4-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2022. – 516 с. – ISBN 978-5-534-01323-8.

46. Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики: учебник / под редакцией М.А. Абрамовой, Л.И. Гончаренко, Е.В. Маркиной. – Москва : Издательство Юрайт, 2014. – 550 с. – ISBN 978-5-534-13530-5

47. Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики : учебник / Н.А. Истомина, Е.А. Смородина, Т.Д. Одинокова, Ю.С. Долганова и др. ; под общей редакцией Н.А. Истоминой. – Екатеринбург : Издательство Уральского университета, 2020. – 302 с. – ISBN 9785534135305.

48. Финансы, деньги, кредит : учебник / М. А. Абрамова, Е.В. Маркина, Л.С. Александрова [и др.] ; под редакцией М.А. Абрамовой. - Москва : КНОРУС, 2022. - 256 с. - ISBN 978-5-406-09835-6.

49. Уолш, К. Монетарная теория и монетарная политика / К. Уолш. – Москва : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2014. – 632 с. – ISBN 978-5-7749-0863-9.

Диссертации, авторефераты диссертаций

50. Зеленева, Е. С. Стратегия и тактика коммуникаций в структуре инструментов современной денежно-кредитной политики : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Зеленева Елена Сергеевна ; Финансовый университет. – Москва, 2023. – 203 с. – Библиогр.: с. 155-183.

51. Картаев, Ф. С. Моделирование влияния выбора целевого ориентира монетарной политики на экономический рост : специальность 08.00.13. Математические и инструментальные методы экономики : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук / Картаев Филипп Сергеевич ; Московский государственный университет

имени М.В. Ломоносова. – Москва, 2017. – 47 с. – Библиогр.: с. 45-47. – Место защиты : Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова.

Статьи

52. Буклемишев, О.В. «Структурная трансформация» российской экономики и экономическая политика / О.В. Буклемишев // Проблемы прогнозирования. – 2023. – № 4 (199). – С. 42-53. – ISSN 0868-6351.

53. Буклемишев, О.В. Экономическое лидерство и «лидерская рента» / О.В. Буклемишев, Ю.А. Данилов // Мировая экономика и международные отношения. - 2015. - № 10. - С. 5-17. - ISSN 0131-2227.

54. Горидько, Н.П. Моделирование совокупного спроса по агрегатам и «Кейнсианский крест» для современной экономики Украины / Н. П. Горидько, Р.М. Нижегородцев // Механизм регулирования экономики. – 2013. – № 1. – С. 168-175. – ISSN отсутствует.

55. Господарчук, Г.Г. Оценка эффективности денежно-кредитной политики центральных банков / Г.Г. Господарчук, Е.С. Зеленева // Финансы: теория и практика. – 2021. – № 1. Том 25. – С. 6-21. – ISSN 2587-5671.

56. Грищенко, В.О. Денежный мультипликатор в контексте современных представлений о создании денег: теория и факты / В.О. Грищенко // Вопросы экономики. - 2018. - № 11. - С. 50–69. - ISSN 0042-8736.

57. Ершов, М.В. Российская экономика в условиях новых санкционных вызовов / М.В. Ершов // Вопросы экономики. - 2022. - № 12. - С. 5-23. - ISSN 0042-8736.

58. Дорофеев, М.Л. Научная дискуссия о сущности государственного финансового регулирования в современных условиях / М.Л. Дорофеев // Вестник университета. - 2021. - № 3. - С. 140-148. - ISSN 1816-4277.

59. Дробышевский, С.М. Эволюция теории и практики денежно-кредитной политики в результате глобального экономического кризиса /

С.М. Дробышевский, П.В. Трунин // Журнал новой экономической ассоциации. – 2014. - № 4 (24). - С. 141–158. - ISSN 2221-2264.

60. Евстигнеева, А. Индекс прозрачности центральных банков для широкой аудитории / А. Евстигнеева, Ю. Щадилова // Банк России: серия докладов об экономических исследованиях. – 2024. – № 136. - С. 55. – ISSN отсутствует.

61. Евстигнеева, А. Влияние негативных новостей на восприятие инфляции населением / А. Евстигнеева, Д. Карпов // Банк России: серия докладов об экономических исследованиях. – 2023. – № 111. - С. 33. – ISSN отсутствует.

62. Евстигнеева, А. Коммуникация как инструмент ДКП / А. Евстигнеева // Банк России: аналитическая записка. – 2023. - С. 33. – ISSN отсутствует.

63. Евстигнеева, А. Роль коммуникации и информационных факторов в возникновении сюрпризов ДКП Банка России / А. Евстигнеева, Ю. Щадилова, М. Сидоровский // Банк России: серия докладов об экономических исследованиях. – 2022. – № 99. - С. 55. – ISSN отсутствует.

64. Евстигнеева, А. Оценка ясности коммуникаций Банка России по денежно-кредитной политике с помощью нейронных сетей / А. Евстигнеева, М. Сидоровский // Деньги и кредит. – 2021. – № 80 (3). - С. 33. – ISSN 0130-3090.

65. Евстигнеева, А. Международный опыт коммуникации о решениях по денежно-кредитной политике и макроэкономических прогнозах / А. Евстигнеева, Ю. Щадилова // Банк России: аналитическая записка. – 2023. - С. 39. – ISSN отсутствует.

66. Зверева, В. Региональная неоднородность экономики России и работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики / В. Зверева // Банк России: аналитическая записка. – 2024. - С. 58. – ISSN отсутствует.

67. Змановский, А. Ретроспективная оценка оптимальности ДКП /

А. Змановский // Банк России: Исследовательский доклад. – 2023. - С. 28. – ISSN отсутствует.

68. Картаев, Ф. Прозрачность монетарной политики и успешность инфляционного таргетирования / Ф. Картаев, Е. Леднева // Экономическая политика. – 2021. – № 6. Том 16. – С. 8-33. - ISSN 1994-5124.

69. Картаев, Ф. Долгосрочная нейтральность денег: наблюдается ли она в России? / Ф. Картаев, А. Герелишина // Экономическая политика. – 2025. – № 1. Том 20. – С. 6-29. - ISSN 1994-5124.

70. Кузьмина, З. Денежно-кредитная политика Китая: особенности, эффекты и конфликты / З. Кузьмина // ЭКОНС: экономический разговор. - 2014. – С. 7. - ISSN отсутствует.

71. Любимов, И.Л. От универсализма к индивидуализму: новые подходы к решению проблем экономического роста / И.Л. Любимов // Вопросы экономики. - 2019. - № 11. - С. 108-126. - ISSN 0042-8736.

72. Мау, В.А. Антикризисные меры или структурные реформы: экономическая политика России в 2015 году / В. А. Мау // Вопросы экономики. – 2016. – № 2. – С. 5-33. - ISSN 0042-8736.

73. Мирошниченко, Д. Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность / Д. Мирошниченко, М. Асриев // Банк России: исследовательский доклад. – 2023. – С. 64. – ISSN отсутствует.

74. Магжанов, Т. Что определяет выбор «ширины» цели по инфляции? / Т. Магжанов, А. Мещеряков // Банк России: исследовательский доклад в рамках Обзора ДКП. – 2023. - С. 33. – ISSN отсутствует.

75. Могилат, А.Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России / А.Н. Могилат // Деньги и кредит. – 2017. – № 9. – С. 3-9. – ISSN 0130-3090.

76. Могилат, А. Процентные расходы российских компаний / А. Могилат, А. Москалева, С. Попова, Н. Турдыева, В. Цой // Банк России:

аналитическая записка. – 2024. – С. 43. – ISSN отсутствует.

77. Моисеев, С.Р. «Ренессанс» монетаризма: чем жила знаменитая теория в 2000 - 2018 годах / С.Р. Моисеев // Вопросы экономики. - 2018. - № 1. - С. 24-42. - ISSN 0042-8736.

78. Моисеев, С. Р. Взлет и падение монетаризма / С.Р. Моисеев // Вопросы экономики. - 2002. - № 9. - С. 92-104. - ISSN 0042-8736.

79. Пеникас, Г. Оценка эффектов антикризисных мер Банка России и Правительства России / Г. Пеникас, М. Лымарь // Банк России: серия докладов об экономических исследованиях. - 2023. - № 116. - С. 253. – ISSN отсутствует.

80. Полякова, О. В. Регрессионное моделирование совокупного спроса в современной экономике Республики Казахстан / О. В. Полякова // Вестник экономической интеграции. - 2009. - № 4. - С. 152 - 162. - ISSN 1993-1905.

81. Рабинович, Б. Особенности работы трансмиссионного механизма в 2023-2024 годах / Б. Рабинович, Е. Петренева, К. Вировец // Банк России: аналитическая записка. – 2025. - С. 28. – ISSN отсутствует.

82. Розмаинский, И.В. Посткейнсианство как альтернатива мейнстриму: взгляд на неопределенность и нестабильность / И.В. Розмаинский // Вестник Костромского государственного университета. – 2012. - С. 201 – 206. - ISSN 1998-0817.

83. Сапова, А. Оценка вклада факторов спроса и предложения в динамику потребительских цен в 2022–2023 годах / А. Сапова, М. Харламова // Банк России: аналитическая записка. – 2023. - С. 18. – ISSN отсутствует.

84. Смирнова, Ж.И. Новые вызовы для денежно-кредитной политики / Ж.И. Смирнова // Банк России: аналитическая записка. – 2023. - С. 45. – ISSN отсутствует.

85. Стырин, К. Трансмиссия денежно-кредитной политики в малой открытой экономике в условиях финансовых и внешнеторговых ограничений / К. Стырин // Банк России: серия докладов об экономических исследованиях. – 2024. – № 141. - С. 40. – ISSN отсутствует.

86. Хайруллин, И.Ф. Совершенствование основных инструментов

денежно-кредитной политики Банка России в целях содействия развитию приоритетных отраслей российской экономики / И.Ф. Хайруллин // Финансовые рынки и банки. - 2024. - № 4. - С. 287-294. - ISSN 2658-3917.

87. Хайруллин, И.Ф. Надлежащая прозрачность денежно-кредитной политики центральных банков / И.Ф. Хайруллин // Финансы, деньги, инвестиции. - 2024. - № 4 (92). - С. 18-29. – ISSN 2222-0917.

88. Хайруллин, И.Ф. Координация бюджетной и денежно-кредитной политики в условиях структурной адаптации российской экономики / И. Ф. Хайруллин // Финансовые рынки и банки. - 2025. - № 5. - С. 378-386. - ISSN 2658-3917.

89. Хайруллин, И.Ф. Денежно-кредитная политика в текущих условиях: мировой и российский опыт / И.Ф. Хайруллин // Финансовые рынки и банки. - 2025. - № 10. - С. 223-231. - ISSN 2658-3917.

90. Хайруллин, И. Ф. Об уточнении некоторых теоретических аспектов современной денежно-кредитной политики / И. Ф. Хайруллин // Финансовая экономика. - 2026. - № 4. - С. 93-98. - ISSN 2075-7786.

91. Яцык, О. Операционная процедура ДКП Банка России / О. Яцык, А. Киюцевская, Д. Клепацкий, Ф. Ахмед Абу Бакр // Банк России: аналитическая записка. – 2023. - С. 54. – ISSN отсутствует.

92. Яцык, О. Обязательные резервы в Банке России / О. Яцык, А. Киюцевская, Д. Клепацкий // Банк России: аналитическая записка. – 2023. - С. 60. – ISSN отсутствует.

Источники на иностранных языках

93. Abo-Zaid, S. Inflation Targeting: A Three-Decade Perspective / S. Abo-Zaid, D. Tuzemen // Journal of Policy Modeling. – 2012. – № 5. Volume 34. – P. 621 – 645. – ISSN 0161-8938.

94. Asi, N. Effects of fiscal deficit and money M2 supply on inflation: evidence from selected economies of Asia / N. Asi // Journal of Economics, Finance

and Administrative Science. – 2015. – № 20. – P. 49-53. – ISSN 2077-1886.

95. Al-Mashat, R.A. An Index for Transparency for Inflation-Targeting Central Banks: Application to the Czech National Bank / R.A. Al-Mashat, A. Bulir, N. Dincer [et al.] // IMF Working Paper, 2018. – № 210. – 96 p. – ISBN 9781484374832.

96. Ahmadian, A. Monetary Policy in Iran Under Sanctions: Challenges and Adaptive Strategies / A. Ahmadian, A. Hassanpour // Journal of Economic Studies. – 2023. - P. 50 - 63. – ISSN 2500-0527.

97. Akerlof, G. Fairness and Unemployment / G. Akerlof, J. Yellen // American Economic Review. – 1988. – № 2. Volume 78. – P. 44–49. – ISSN 0002-8282.

98. Brannemier, M. Rethinking monetary policy in a changing world / M. Brannemier // International monetary fund. – 2023. – 6 p. – ISSN отсутствует.

99. Brazil: 2021 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil / International Monetary Fund: официальный сайт. – Бразилиа. - Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/09/22/Brazil-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-466076> (дата обращения: 10.12.2024).

100. Brazil: 2020 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil / International Monetary Fund : официальный сайт. - Бразилиа. - Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/12/01/Brazil-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49927> (дата обращения: 11.12.2024).

101. Brazil: 2017 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil / International Monetary Fund : официальный сайт. - Бразилиа. - Обновляется в течение суток.

– Текст : – электронный. – URL:
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/07/13/Brazil-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-45081> (дата обращения: 12.12.2024).

102. Brazil: 2016 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil / International Monetary Fund : официальный сайт. – Бразилиа. – Обновляется в течение суток.
– Текст : – электронный. – URL:
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Brazil-2016-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-44392> (дата обращения: 13.12.2024).

103. Brazil: 2014 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil / International Monetary Fund : официальный сайт. – Бразилиа. – Обновляется в течение суток.
– Текст : – электронный. – URL:
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Brazil-Staff-Report-for-the-2014-Article-IV-Consultation-42928> (дата обращения: 13.12.2024).

104. Chile: 2023 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Chile / International Monetary Fund : официальный сайт. - Сантьяго. - Обновляется в течение суток.
– Текст : – электронный. - URL:
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/02/06/Chile-2023-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-544437> (дата обращения: 18.12.2024).

105. Chile: 2022 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Chile / International Monetary Fund : официальный сайт. – Сантьяго. – Обновляется в течение суток.
– Текст : – электронный. – URL:
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/01/20/Chile-2022-Article->

IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-Supplement-and-528410 (дата обращения: 19.12.2024).

106. Chile: 2021 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Chile / International Monetary Fund : официальный сайт. – Сантьяго. - Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/04/22/Chile-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-50178> (дата обращения: 20.12.2024).

107. Friedman, M. A Monetary History of the United States, 1867-1960 / M.Friedman, A. Schwartz. Princeton : Princeton University Press, 2013. – 860 p. - ISBN 978-1400829330.

108. Bianchi, F. Inflation as a Fiscal Limit / F. Bianchi, L. Melosi // Federal Reserve Bank of Kansas City. - 2022. - № 37. – 86 p. - ISSN отсутствует. – Текст: электронный. – DOI 10.21033/wp-2022-37. - URL: https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/9037/JH_Paper_Bianchi.pdf (дата обращения: 29.08.2022).

109. Banerjee, R. Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary regimes / R. Banerjee, V. Voctor, A. Mehrotra F. Zampolli // BIS Working Papers. - 2022. - № 1028. – 43 p. – ISSN 1020-0959.

110. Bernanke, B.S. Deflation: making sure «It» doesn't happen here / B.S. Bernanke // Speech by Mr Ben S Bernanke, Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, before the National Economists Club. – 2002. – 8 p. – Текст : электронный. – URL: <https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-ben-s-bernanke-453/deflation-making-sure-doesn-t-happen-8874> (дата обращения: 20.04.2025).

111. Carlson, M. Navigating Constraints: The Evolution of Federal Reserve Monetary Policy, 1935 - 1959 / M. Carlson, D. Weelock // Working paper № 205. - 2014. – 32 p. - ISBN отсутствует.

112. Carpenter, B. Money, reserves and the transmission of monetary policy:

does the money multiplier exist? / B. Carpenter, S. Demiralp // Journal of Macroeconomics. - 2012. – № 34. - P. 59-75. – ISSN 0164-0704.

113. Communications Policy / Central Bank of Chile : официальный сайт. – Сантьяго. - Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bcentral.cl/documents/33528/133204/Communications-Policy.pdf/e46ae721-e6a0-18eb-2c38-d720e46af0c1?t=1716406412361> (дата обращения: 21.12.2024).

114. Chenery, Hollis B. Structural change and development policy / B. Hollis, Chenery // A World Bank research publication. – 1979. - № 11911. – 526 p. – ISBN 978-0195200942.

115. Davig, T. Monetary - fiscal policy interactions and fiscal stimulus / T. Davig, E.M. Leeper // European Economic Review. - 2011. - № 2. Volume 55. - P. 211-227. – ISSN отсутствует.

116. Dincer, N. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures / N. Dincer, B. Eichengreen // International Journal of Central Banking. – 2014. - № 10 (1). - P. 189–259. – ISSN 1815-7556.

117. Firat, M. Demand vs. Supply Decomposition of Inflation: Cross-Country Evidence with Applications / M. Firat, O. Hao // IMF Working Paper. – 2023. - № 205. – 43 p. – ISSN 1018-5941.

118. Domar, E. Capital Expansion, Rate of Growth and Employment / E. Domar // Econometrica. – 1946. - № 12. Volume 37. - P. 34-55. - ISSN 1468-0262.

119. De Long, B. The triumph of monetarism? / B. De Long // Journal of Economic Perspectives. – 2000. – № 1. - P. 83-94. – ISSN 0895-3309.

120. Geraats, P.M. Central Bank Transparency / P.M. Geraats // The Economic Journal. – 2002. – № 483. Volume 112. - P. 532-565. – ISSN 1468-0297.

121. Esfahani, H.S. Sanctions and Monetary Policy: The Case of Iran / H.S. Esfahani, K. Mohaddes // International Journal of Middle East Studies. – 2021. – P. 34-48. – ISSN 0020-7438.

122. Eusepi, S. Central Bank Communication and Expectations Stabilization

/ S. Eusepi, B. Preston // *American Economic Journal: Macroeconomics*. – 2010. – № 3. – P. 235-271. – ISSN 1945-7707.

123. Farzanegan, M.R. Inflation and Monetary Policy in Iran: The Role of Exchange Rate Pass-Through / M.R. Farzanegan, B. Hayo // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2022. – P. 34-89. – ISSN 1945-7649.

124. Fisher, S. Modern Hyper - and High Inflation / S. Fisher, R. Sahay // *Journal of Economic Literature*. – 2002. – P. 837-880. – ISSN 0022-0515.

125. United States. Laws. Federal Reserve Act : federal law of the USA of Dec. 23, 1913 №. 63-43 / Adopted by President Woodrow Wilson on December 23, 1913. – Текст : электронный. – URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm> (дата обращения: 02.03.2024).

126. Friedman, M. Monetary policy: theory and practice / M. Friedman // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1982. – № 14. – P. 98 – 118. – ISSN 0022-2879.

127. Friedman, M. A Theory of the Consumption Function / M. Friedman. Princeton : Publisher «Princeton University Press», 1957. – 44 p. - ISBN 0-691-04182-2.

128. Gambacorta, L. The impact of macroprudential policies in Latin America: an empirical analysis using credit registry data / L. Gambacorta, A. Murcia // *Journal of Financial Intermediation*. – 2020. – 42 p. – ISSN 1042-9573.

129. Glazyev, S. Economic growth and monetary policy in Russia / S. Glazyev, O.S. Sukharev // *Journal of New Economy*. – 2025. – № 1. Volume 26. – P. 6–30. – ISSN 2658-5081.

130. Guerrieri, V. Monetary Policy in Times of Structural Reallocation / V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub, I. Werning // Prepared for the 2021 Jackson Hole Economic Policy Symposium. – 2021. – 27 p. – ISSN отсутствует.

131. Grivson, R. Demystifying NeoFisherism / R. Grivson // *The Money Illusion*. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. - DOI отсутствует. - URL:

<https://www.themoneyillusion.com/demystifying-neofisherianism/> (дата обращения: 12.12.2024).

132. Herrendorf, B. Growth and Structural Transformation / B. Herrendorf, R. Rogerson, A. Valentiniy // NBER. – 2013. – № 18996. – 114 p. – ISSN отсутствует.

133. Herrera, L. Monetary Policy Under Sanctions: The Case of Venezuela's Central Bank / L. Herrera, F. Rodríguez // Journal of Latin American Economics. – 2022. – № 3. Volume 15. – P. 123-136. – ISSN 0719-0425.

134. Minsky, H.P. Stabilizing an Unstable Economy / H.P. Minsky. – 1986. – 407 p. – ISBN 978-0-07-159299-4.

135. Joseph, E. Symposium Issue on Imperfect Information and Rural Credit Markets / E. Joseph, A. Stiglitz // The World Bank Economic Review. - 1990. - № 3. Volume 4. - P. 351-366. - ISSN 0258-6770.

136. Lee, J. What are inflation expectations? Why do they matter? / J. Lee, T. Powell, D. Wessel // Brookings. – 2020. - № 89 (3). – 153 p. – ISSN отсутствует.

137. Kadria, M. Inflation targeting and public deficit in emerging countries: A time varying treatment effect approach / M. Kadria, M. Aissa // Economic Modelling. – 2016. – № 52. – P. 108-114. – ISSN 0264-9993.

138. Kuznets, S. Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread / S. Kuznets. New Haven : Yale University Press, 1966. – 529 p. – ISBN 978-0300001464.

139. Lagos, R. Inflation, output, and welfare / R. Lagos, G. Rochetaeu // International Economic Review. – 2005. – № 2. Volume 46. – P. 495-522. – ISSN 0020-6598.

140. Lagos, R. A unified framework for monetary theory and policy analysis / R. Lagos, R. Wright // Journal of Political Economy. – 2005. – № 3. Volume 113. – P. 463-484. – ISSN 0022-3808.

141. Lewis, W.A. Economic development with unlimited supplies of labour / W.A. Lewis // The Manchester school. – 1954. – № 22 (2). – P. 139-191. – ISSN отсутствует.

142. Lin, H. Are fiscal deficits inflationary? / H. Lin, H. Chu // *Journal of International Money and Finance*. – 2013. – № 32. – P. 214-233. – ISSN 0261-5606.

143. Lucas, R. Methods and Problems in Business Cycle Theory / R. Lucas // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1980. – № 12 (4). – P. 696-715. – ISSN 1538-4616.

144. Lucas, R. Expectations and the neutrality of money / R. Lucas // *Journal of economic theory* 4. – 1972. - P. 103-124. – ISSN 0022-0531.

145. Ludwig, V.M. Human Action: A treatise on Economics: Pocket Edition / V.M. Ludwig. – Auburn : Mises Institute, 1998. – 881 p. – ISBN 1610162668.

146. Mankiw, G.N. Small menu costs and large business cycles: A macroeconomic model of monopoly / G.N. Mankiw // *Quarterly Journal of Economics*. - May 1985. – Volume 100. - P. 529-537. – ISSN 00335533.

147. Sinha, A. Inflation Targeting: Venezuela's Hyperinflation / A. Sinha // Chestnut Hill, MA : Boston College. - 2023. – 96 p. – ISSN отсутствует.

148. McCallum, B. T. The case for rules in the conduct of monetary policy: a concrete example / B.T. McCallum // *Review of World Economics*. - 1987. - № 123 (3). - P. 415-429. - ISSN 1610-2878.

149. Minsky, H.P. Monetary systems and accelerator models / H.P. Minsky // *American economic Review*. - 1975. - № 6. Volume 47. - P. 860-883. - ISSN 0002-8282.

150. Friedman, M. Capitalism and Freedom / M. Friedman. – Chicago : University of Chicago Press, 1992. – 236 p. - ISBN 5-98379-054-4.

151. Monthly report of the Deutsche Bundesbank. April 1982 / Deutsche Bundesbank : официальный сайт. – Франкфурт. - Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. - URL: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/705190/d7ed40e4f22894f450831820a625fb45/472B63F073F071307366337C94F8C870/1982-04-monthly-report-data.pdf> (дата обращения: 08.08.2025).

152. Rothbard, M. Man, Economy and State with Power and Market / M. Rothbard. – Auburn : Ludwig von Mises Institute, Scholar's Edition, 1993. –

1504 p. - ISBN 978-1-933550-27-5.

153. Penikas, H. Smoothing the Key Rate Pass-Through: What to Keep in Mind When Interpreting Econometric Estimates / H. Penikas // *Russian Journal of Money and Finance*. - 2023. - № 82 (3). - P. 3–34. – ISSN 2618-6799.

154. Review of the Yield Target. January 2022 / Reserve Bank of Australia: официальный сайт. – Сидней. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. - URL: <http://www.rba.gov.au/media-releases/2022/mr-22-16.html> (дата обращения: 10.06.2026).

155. Phillips, A.W. Employment, inflation and growth: an inaugural lecture / A.W. Phillips // London : Publisher «G. Bell», 1962. – 37 p. – ISBN отсутствует.

156. Rodrik, D. Premature deindustrialization / D. Rodrik // *Journal of economic growth*. - 2016. - Volume 21. - 33 p.– ISSN отсутствует.

157. Rocheteau, G. Money in search equilibrium, in competitive equilibrium, and in competitive search equilibrium / G. Rocheteau, R. Wright // *Econometrica*. - 2005. - № 1. Volume 73. - P. 175-202. - ISSN 0012-9682.

158. Rubio, M. Monetary policy, credit markets, and banks: A DSGE perspective / M. Rubio // *Economics Letters*. – 2020. – Volume 195. – 4 p. – ISSN 0165-1765.

159. Salle, I. How Transparent About Its Inflation Target Should a Central Bank Be / I. Salle, M.A. Senegas, M. Yıldızoğlu // *Journal of Evolutionary Economics*. - 2019. - № 1. Volume 29. - P. 391–427. – ISSN 1432-1386.

160. Sawyer, M. Macroeconomic policies for development / M. Sawyer // *Reforming Latin America's Economies*. – 2005. - P. 27-56. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1057/9780230509900_2. – URL: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/BCRA/Jornadas2010_Sawyer_Macroeconomic_policies_development.pdf (дата обращения: 04.02.2024).

161. Shapiro, A.H. Decomposing Supply and Demand Driven Inflation / A.H. Shapiro // *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*. - 2022. - № 18. – 39 p. – ISBN 9781288361182.

162. Structural Reforms and Macroeconomic Performance - Initial

Considerations for the Fund // International monetary fund : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. - Текст : электронный. - URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Structural-Reforms-and-Macroeconomic-Performance-Initial-Considerations-for-the-Fund-PP4995> (дата обращения: 30.04.2024).

163. Krugman, P.R. Strategic Trade Policy and the New International Economics / P.R. Krugman. – Cambridge : MIT Press, 1986. – 313 p. – ISBN 0-262-61045-0.

164. Tapsoba, R. Inflation targeting and fiscal rules in developing countries: interactions and macroeconomic consequences / R. Tapsoba // Université d'Auvergne. - 2012. - № 14/89. – 30 p. – ISSN отсутствует.

165. Taylor, J.B. Discretion versus policy rules in practice / J.B. Taylor // In Carnegie-Rochester conference series on public policy. - 1993. – Volume 39. - P. 195-214. - ISSN отсутствует.

166. Kiley, M.T. Taylor Rules: Finance and Economics Discussion Series 2007-2018 / M.T. Kiley // Federal Reserve Board. - 2020. – 40 p. - ISSN отсутствует.

167. Goncalves E. The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into components / E. Goncalves, G. Koester // ECB Economic Bulletin. – 2022. – 124 p. - ISSN отсутствует.

168. Mankiew, G. The New Keynesian Economics: Coordination Failures and Real Rigidities / G. Mankiew, D. Romer. – Cambridge : MIT press readings in economics, 1991. – 464 p. – ISBN 978-0262132671.

169. UNIDO: Breaking in and moving up : new industrial challenges for the bottom billion and the middle-income countries // UNIDO: официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. - URL: https://www.unido.org/sites/default/files/2009-02/IDR_2009_print_0.PDF (дата обращения: 18.03.2024).

170. Weisbrot, M. Economic Sanctions as Collective Punishment: The Case of Venezuela / M. Weisbrot, J. Sachs // CEPR Reports. – 2019. – 27 p. - ISSN

отсутствует.

171. Wicksell, K. Value, Capital and Rent / K. Wicksell. – Alabama : Ludwig von Mises Institute, 2007. – 176 p. – ISBN 0-678-00652-0.

172. Williamson, S. New monetarist economics: Models / S. Williamson, R. Wright // Handbook of monetary economics. – 2010. - № 1(a). Volume 3. - P. 25-96. – ISSN отсутствует.

173. Williamson, S. New monetarist economics: Methods / S. Williamson, R. Wright // Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report. – 2010b. - №. 442. – P. 69. – ISSN отсутствует.

174. World Economic Outlook Update (January 2022) : Rising Caseloads, A Disrupted Recovery, and Higher Inflation / International Monetary Fund : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. - URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/01/25/world-economic-outlook-update-january-2022> (дата обращения: 18.03.2024).

175. Wray, L.R. Macroeconomics meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment / L.R. Wray, E. Tymoigne // The Levy Economics Institute: working paper. - 2008. - № 543. – P. 234-251. – ISSN отсутствует.

176. Zvereva, V. Monetary Policy Transmission Mechanism: The Role of Household Heterogeneity and Spatial Effects / V. Zvereva // Russian Journal of Money and Finance. - 2025. - № 84 (3). - P. 3–27. - ISSN 2618-6799.

Электронные ресурсы

177. Банк Англии : официальный сайт. - Лондон. - Обновляется в течение суток. - URL: <https://www.bankofengland.co.uk/> (дата обращения: 18.03.2024). - Текст: электронный.

178. Банк Германии : официальный сайт. - Франкфурт-на-Майне. - Обновляется в течение суток. - URL: <https://www.bundesbank.de/> (дата обращения: 18.03.2024). - Текст: электронный.

179. База данных Всемирного банка : показатель «GDP per capita, PPP (current international \$)» за 2023 год / Всемирный банк : официальный сайт. - Вашингтон. - Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. - URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?end=2022> (дата обращения: 09.11.2024).

180. База данных Международного валютного фонда : официальный сайт. - Вашингтон. - Обновляется в течение суток. - URL: <https://www.imf.org/en/Data> (дата обращения: 16.12.2024). - Текст : электронный.

181. Бразильский институт географии и статистики : официальный сайт. - Бразилия. - Обновляется в течение суток. - URL: <https://www.ibge.gov.br> (дата обращения: 16.12.2024). – Текст : электронный.

182. Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан : официальный сайт. - Астана. - Обновляется в течение суток. - URL: <https://stat.gov.kz/ru/> (дата обращения: 29.11.2024). – Текст : электронный.

183. Денежно-кредитное управление Сингапура : официальный сайт. - Сингапур. - Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.mas.gov.sg/> (дата обращения: 18.03.2024). – Текст : электронный.

184. Европейский центральный банк : официальный сайт. - Франкфурт-на-Майне. - Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (дата обращения: 18.03.2024). – Текст : электронный.

185. Международный валютный фонд : официальный сайт. - Вашингтон. - Обновляется в течение суток. - URL: <https://www.imf.org/> (дата обращения: 18.03.2024). - Текст : электронный.

186. Министерство финансов Российской Федерации : официальный сайт. - Москва. - Обновляется в течение суток. - URL: <https://minfin.gov.ru/> (дата обращения: 09.11.2024). – Текст : электронный.

187. Народный Банк Китая : официальный сайт. - Пекин. - Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.pbc.gov.cn/> (дата обращения: 18.03.2024). – Текст : электронный.

188. Национальный банк Республики Казахстан : официальный сайт. - Астана. - Обновляется в течение суток. - URL: <https://www.nationalbank.kz/ru> (дата обращения: 29.11.2024). – Текст : электронный.

189. Национальный статистический институт Чили : официальный сайт. - Сантьяго. - Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.ine.gob.cl/> (дата обращения: 18.12.2024). – Текст : электронный.

190. Оценка эффективности антикризисных мер Банка России / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/149738/reveiw_04072023.pdf (дата обращения: 02.03.2024).

191. Перспективы мировой экономики (октябрь 2018) / МВФ: официальный сайт. – Вашингтон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018> (дата обращения: 03.10.2024).

192. Результаты опроса РСПП на тему: «Импортозамещение и технологическое развитие» / РСПП: официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://rspp.ru/upload/content/668/s1v42rh1y9lge3j215li566bo9zy7zkw/Результаты%20опроса%20импортозамещение%20май%202025%20короткая%20версия.pdf> (дата обращения: 02.09.2025).

193. Фонд общественного мнения : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://fom.ru/> (дата обращения: 16.04.2025). – Текст : электронный.

194. Федеральная резервная система США : официальный сайт. – Вашингтон. – Обновляется в течение суток. – URL:

<https://www.federalreserve.gov> (дата обращения: 16.04.2025). – Текст : электронный.

195. Центральный банк Бразилии : официальный сайт. – Бразилиа. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.bcb.gov.br> (дата обращения: 16.12.2024). – Текст : электронный.

196. Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.cbr.ru> (дата обращения: 09.02.2024). – Текст : электронный.

197. Центральный банк Чили : официальный сайт. – Сантьяго. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.bcentral.cl/en/> (дата обращения: 17.12.2024). – Текст : электронный.

198. Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 09.04.2025). – Текст : электронный.

199. Castellum.AI : официальный сайт. – Нью-Йорк. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.castellum.ai/about> (дата обращения: 09.04.2025). – Текст : электронный.

Приложение А
(информационное)

**Концепции денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики
в XX–XXI вв.**

Таблица А.1 – Генезис концепций денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики в XX–XXI вв.

Этап	Научная школа, касавшаяся вопросов денежно-кредитного регулирования и стимулирования экономики	Характеристика этапа (основные черты)	Цель, объект и особенности использования денежно-кредитных инструментов
1	2	3	4
начало XX в. - 30 гг. XX в.	Неоклассическая	Продолжение идей классической экономической школы о минимальном государственном вмешательстве в экономике	Целевое использование денежно-кредитных инструментов не предусмотрено
30 гг. XX в. - 70 гг. XX в.	Кейнсианство и неоклассический синтез	Переосмысление подходов к государственному регулированию экономики. Активное государственное вмешательство посредством использования фискальных (в первую очередь) и монетарных инструментов	Денежно-кредитному регулированию отводится вторичная роль. ДКП применяется лишь для поддержания уровня процентных ставок в экономике, необходимых правительству для поддержания темпов экономического роста
70 гг. XX в. - 90 гг. XX в.	Монетаризм	Минимальное государственное вмешательство в экономику. Главенствующее положение ДКП над фискальной	Денежно-кредитные инструменты использовались для обеспечения стабильности цен. При принятии решений учитываются временные лаги. Необходимость контроля количества денег в экономике для поддержания стабильности цен и экономической активности
	Новое кейнсианство	По сравнению с теорией кейнсианства усиливается роль ДКП, полагая, что она оказывает сильное воздействие на экономическую активность. Учет ожиданий экономических субъектов при принятии решений по экономической политике. Перенос акцента с денежных факторов на фактор увеличения издержек при объяснении причин инфляции	Активное использование денежно-кредитных инструментов способствуют более быстрому восстановлению полной занятости ресурсов
	Новая классическая школа	Отторжение идей денежно-кредитного регулирования экономики, так как изменение количества денег в экономике или процентных ставок не оказывают воздействие на экономику	Необходимость оценки инфляционных ожиданий при принятии решений монетарными властями

Продолжение таблицы А.1

1	2	3	4
начало XXI в. по н.в.	Новый монетаризм	Ключевая роль денег в эконометрических моделях для выявления рыночных несовершенств. Учет финансовых посредников при принятии решений о денежно-кредитной политике. Необходимость базирования решений по экономической политике государства на микроэкономических законах работы рынка	Ценовая стабильность является основной, но не единственной целью проведения ДКП
	Австрийская теория бизнес-циклов	Причина кризисов и образования диспропорций в экономике – неэффективная политика центральных банков	Подчеркивается необходимость «осторожного» применения инструментов ДКП из-за их главенствующей роли при образовании диспропорций в экономике
	Посткейнсианская школа	Основная функция государства – контроль за соблюдением форвардных контрактов	Эндогенность денежного предложения. Возможность увеличения денежной массы предприятиями самостоятельно
Примечание - Авторское понимание фискальной политики заключается в отождествлении данного понятия с бюджетной и бюджетно-налоговой политикой			

Источник: составлено автором.

Приложение Б
(информационное)

Совершенствование коммуникаций по денежно-кредитной политике Банка России

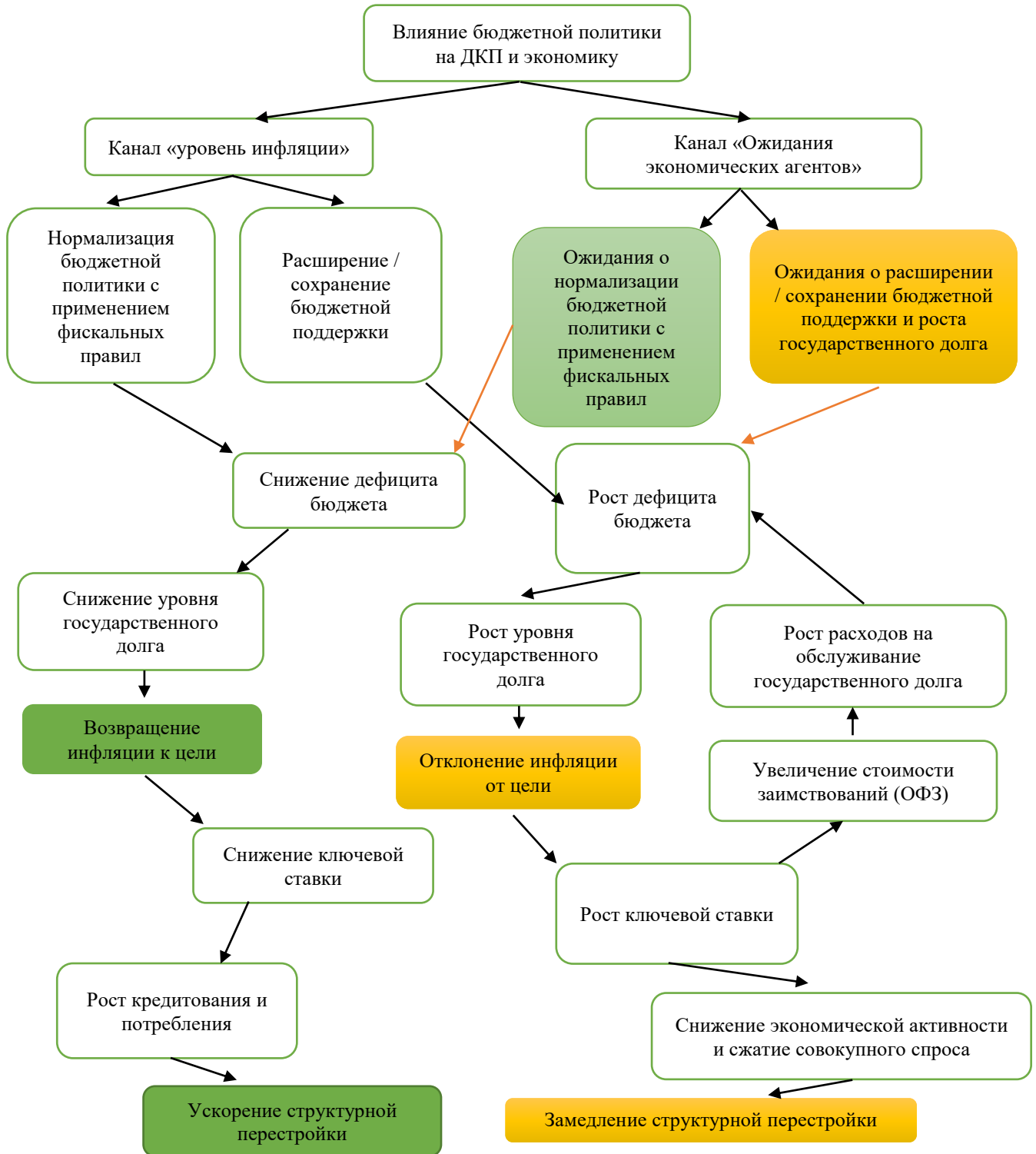
Таблица Б.1 – Развитие коммуникаций Банка России

№	Целевая аудитория	Вид коммуникации	Год внедрения инструмента (окончания действия), в годах
1	Профессиональные аналитики, инвесторы, научное сообщество	Доклад о денежно-кредитной политике (заменено на Резюме обсуждения ключевой ставки в феврале 2024 года и на комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России (дополнительно по итогам опорных раундов)	до 2013
2		Встречи с профессиональными аналитиками, инвесторами после решений о ставке	2016
3		Прогнозные модели (без исходных кодов)	2021
4		Основные направления единой государственной ДКП на ближайшие годы (далее – ОДКП)	до 2013 – н.в.
5	Бизнес-сообщество, средства массовой информации, органы государственной (муниципальной) власти	Пресс – релизы по ставке	2013 (с 2009 действовали пресс-релизы по ставке рефинансирования)
6		Публикация макроэкономических прогнозов	До 2013 (в различных форматах) С 2013, более широко с 2019
7		Ответы на запросы СМИ	2013
8		Пресс-конференции о ключевой ставке	2014
9		Аналитические материалы по инфляции (в т.ч. по федеральным округам (далее – ФО) и субъектам РФ)	2014 (по ФО с 2017; по субъектам с 2020)
10		Мероприятия в регионах по разъяснению проведения ДКП	2017
11		Краткая версия ОДКП	2019
12		Аналитический доклад «Региональная экономика: комментарии ГУ»	2020
13		Профили регионов на сайте ЦБ РФ	2021
14		Широкая аудитория (население)	Видеоролики «Понятная экономика» на Youtube - канале
15	Short-вырезки с пресс-конференций Председателя Банка России с ответами на различные вопросы о денежно-кредитной политике		2024
16	Финкульт		2017
17	Телеграм-канал		2022
18	Видеоблог «Что почему?»		2021
19	Информация о процессе принятия решений по ключевой ставке		2018
20	Калькулятор инфляции		2021

Источник: составлено автором по данным [62].

Приложение В
(информационное)

Каналы влияния бюджетной политики на денежно-кредитную политику и на процесс структурной трансформации экономики



Источник: составлено автором.

Рисунок В.1 – Каналы влияния бюджетной политики на ДКП и структурную трансформацию экономики в средне – и долгосрочном периоде

Приложение Г
(информационное)

Меры денежно-кредитной политики зарубежных стран в кризис 2020 года

Таблица Г.1 – Меры ДКП развитых и развивающихся стран в период кризиса Covid – 19

	Ставка около нуля (ниже нуля)	Forward guidance	Количественное / кредитное смягчение	Контроль кривой доходности	«Вертолетные деньги»
США	+	+	+	-	-
ЕЦБ	+	+	+	-	-
Англия	+	+	+	-	-
Канада	+	+	+	-	-
Япония	+	+	+	+	-
Швеция	+	+	+	-	-
Австралия	+	+	+	+	-
Новая Зеландия	+	+	+	-	-
Китай	-	-	-	-	-
Индия	-	+	+	+	-
Турция	-	-	-	-	-
Индонезия	-	-	+	-	-
Мексика	-	-	-	-	-
Аргентина	-	-	-	-	+

Источник: составлено автором по данным [23].

Приложение Д
(информационное)

**Применение специализированных механизмов рефинансирования в период
2022-2024 гг.**

Таблица Д.1 – Информации о применении специализированных инструментов рефинансирования Банком России в период 2022 – 2024 гг.

Инструмент	Особенности применения
1	2
2022 год	
Процентные ставки	Банк России на период с 15.03.2022 по 14.07.2022 по механизму поддержки кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП) приостановил правило установления ставок по новым кредитам в привязке к ключевой ставке, не предусматривающее верхнего ограничения, и ввел фиксированную ставку 9,5% годовых. Ставки по новым кредитам по механизму поддержки крупных инвестиционных проектов изменялись в соответствии с действующим правилом и в 2022 году не превышали 9,0% годовых
Дополнительная поддержка	Банк России на период с 24.01.2022 по 01.05.2022 продлил предоставление кредитов в рамках механизма поддержки кредитования субъектов МСП в отраслях, наиболее пострадавших от распространения новой коронавирусной инфекции
	Банк России на период с 11.03.2022 по 30.12.2022 ввел механизм поддержки оборотного кредитования субъектов МСП с предоставлением кредитов без обеспечения на срок до 1 года по ставке 9,5% годовых в пределах 340 млрд рублей. С 29.04.2022 список конечных заемщиков банков был расширен, в том числе в него включены лизинговые и факторинговые компании
	Банк России в период с 15.03.2022 по 14.07.2022 в рамках механизма поддержки кредитования субъектов МСП выделял средства только на поддержку инвестиционного кредитования на срок до 3 лет по ставке 9,5% годовых в пределах 335 млрд рублей
	Банк России установил, что с 12.04.2022 сумма основного долга по кредитам, которые могут быть рефинансированы в рамках механизма поддержки несырьевого экспорта, может быть выражена в долларах США, евро, фунтах стерлингов, китайских юанях, турецких лирах, индийских рупиях, узбекских сумах, казахских тенге, азербайджанских манатах
	Банк России с 04.04.2022 возобновил право СЗКО на получение кредитов в рамках механизма поддержки кредитования субъектов МСП
2023 год	
Процентные ставки	Процентные ставки по новым кредитам в рамках специализированных механизмов изменялись в пределах установленных правил в соответствии с изменением ключевой ставки
Дополнительная поддержка	Банк России с июля 2023 года в рамках специализированного механизма, направленного на поддержку кредитования субъектов МСП, начал предоставлять ликвидность кредитным организациям под залог ОФЗ
	Банк России в 2023 году в рамках специализированного механизма рефинансирования кредитных договоров, обеспеченных договорами страхования АО «ЭКСаР», также рефинансировал кредитные договоры в связи с финансированием импорта
2024 год	
Процентные ставки	Процентные ставки по новым кредитам в рамках специализированных механизмов изменялись в пределах установленных правил в соответствии с динамикой ключевой ставки
Правила установления процентных ставок	Банк России с 01.03.2024 установил процентную ставку по механизму рефинансирования кредитных договоров, обеспеченных договорами страхования АО «ЭКСаР», равной ключевой ставке, уменьшенной на 150 базисных пунктов

Продолжение таблицы Д.1

1	2
Иные условия предоставления кредитов	Банк России с 12.04.2024 в рамках специализированного механизма рефинансирования кредитных договоров, обеспеченных договорами страхования АО «ЭКСАР», вернулся к рефинансированию только кредитных договоров, связанных с высокотехнологичным экспортом, и отказался от рефинансирования кредитных договоров, по которым кредитным организациям предоставлены или подлежат предоставлению субсидии из федерального бюджета в целях компенсации недополученных доходов по данным кредитам
Обеспечение по кредитам	Банк России с 12.04.2024 включает в пулы обеспечения права требования по валютным кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР», если они содержат либо условие об исполнении обязательств по договору в рублях по официальному курсу, либо условие о наличии у кредитора или Банка России (при переходе к нему права требования по договору) права потребовать исполнения обязательств в рублях по официальному курсу. Права требования по валютным кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР», которые ранее этой даты были включены в пулы обеспечения, сохраняются в них при условии, что в договорах зафиксировано право кредитора требовать исполнения обязательств в рублях, в том числе по курсу, отличному от официального (без возможности увеличения стоимости указанных нерыночных активов)
Договоры о предоставлении кредитов	Банк России в феврале – марте 2024 года расторг договоры с кредитными организациями, заключенные в рамках механизма поддержки кредитования субъектов МСП, осуществляющих деятельность в отраслях российской экономики, наиболее пострадавших от распространения коронавирусной инфекции. Банк России в августе расторг договор с АО «МСП Банк», заключенный в рамках механизма рефинансирования кредитных договоров, заключенных АО «МСП Банк» с кредитными организациями, МФО, лизинговыми компаниями

Источник: составлено автором по данным [7-9; 11-15].

Продолжение таблицы Е.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
18	Публикация информационно-аналитических комментариев о мониторинге предприятий	1	1	1	1	1	1	1
19	Анализ региональных особенностей	0	0	1	1	1	1	1
20	Информация об оценке влияния бюджетной политики на проводимую ДКП	1	1	1	1	1	1	1
21	Декомпозиция причин изменения прогнозов	0	0	0	0	0	0	0
22	Информация о причинах расхождения прогнозов с другими государственными ведомствами	0	0	0	0	0	0	0
23	Публикация записи встреч с научным сообществом, аналитиками, представителями бизнес - сообщества и журналистами	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
24	Публикация протокола обсуждения ключевой ставки на Совете директоров	0	0	0	0	0	0	1
25	Пресс-релизы сразу после принятия решений по ДКП (с сигналом о ДКП)	1	1	1	1	1	1	1
26	Объяснение решений по ДКП на пресс-конференции в день принятия решений	1	1	1	1	1	1	1
27	Публикация коротких версий больших, стратегических (программных) документов	0	0	1	1	1	1	1
28	Обязательная проверка всех материалов для широкой аудитории с помощью нейронной сети на удобочитаемость/доступность	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5
29	Ведение страниц центральных банков в социальных сетях, видеохостингах и телеграмм-каналах с разъяснениями о политике центрального банка	0	0	0	0,5	1	1	1
30	Среднее за период усреднения значение спреда RUONIA к ключевой ставке	0,5	1	1	0,5	0,5	0	0,5
31	Волатильность спреда RUONIA к ключевой ставке за период усреднения	1	1	1	1	1	0	1
32	Независимость регулятора закреплена в нормативно-правовых актах?	1	1	1	1	1	1	1

Продолжение таблицы Е.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
34	Принятие решений по денежно-кредитной политике осуществляется независимо от исполнительных/законодательных органов власти?	1	1	1	1	1	1	1
35	Может ли центральный банк проводить операции прямого кредитования правительства?	1	1	1	1	1	1	1
36	Может ли центральный банк проводить операции кредитования по поручению правительства?	1	1	1	1	1	1	1
37	Деятельность центрального банка осуществляется за счет бюджетных средств?	1	1	1	1	1	1	1
38	Проведение оценки взаимного влияния ДКП и других направлений экономической политики	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
39	Утверждение общей стратегии по воздействию на ожидания участников финансового рынка	0	0	0	0	0	0	0
40	Отсутствие противоречий в координации денежно-кредитной и бюджетной политики	1	1	1	1	0	0	1
41	Дополнительные коммуникации в период кризиса с целью снижения неопределенности	0	0	1	0	0	0	0
42	При выработке государственной антикризисной политики предполагается последующее утверждение документов центрального банка по антикризисной политике с указанием целей и задач банка	0	0	0	0	0	0	0

Источник: составлено автором по данным [185; 190; 193; 196; 198].

Приложение Ж
(информационное)

Оценка качества денежно-кредитной политики зарубежных стран

Таблица Ж.1 – Результаты оценки качества ДКП зарубежных стран

В баллах

№	Показатель	БРЗ	США	ЕЦБ	АНГ	ЧХ	КЗХ	ТурЦ
	Итого	22,25	27,5	29	29	30,5	21,75	18
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Эффективность ДКП	1	1	0,75	0,5	0,25	0	0,75
2	Заякоренность ИО населения	1	1	1	1	0	0	1
3	Заякоренность ЦО бизнеса	1	0,5	1	1	0	0	0,5
4	Оценка ожиданий проф. аналитиков	0,5	1	1	1	0,5	0,5	0,5
5	Официальное заявление о целях ДКП	1	1	1	1	1	1	1
6	Ясная формулировка целевого уровня инфляции	0	1	1	1	1	1	1
7	Четкое разделение целей финансовой стабильности и цели по инфляции	1	1	1	1	1	0,5	0,5
8	Оценка органами внешнего государственного аудита проводимой ДКП	0	1	0	0	0	0	0
9	Доступ к экономическим данным	1	1	1	1	1	1	1
10	Информация о математических моделях прогнозирования, включая открытый код	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0,5
11	Публикация перечня макроэкономических переменных, для которых центральный банк делает прогнозы	1	1	1	0	1	1	1
12	Декомпозиция отклонения инфляции от цели или прогноза по факторам.	1	0,5	1	1	0	0	0,5
13	Публикации оценки изменения прогнозов	1	0,5	1	1	0,5	0	0,5
14	Публикация альтернативных сценариев прогнозирования	0	0	1	0,5	0	0	0
15	Публикация удобной визуальной информации о важнейших макроэкономических переменных	1	1	0,5	1	1	1	0,5
16	Оценка эффективности прогнозирования макропеременных	0	0	0	1	0	0	0
17	Публикация доклада «Об устойчивости национальной валюты»	0	0	0	0,5	0	0	0
18	Публикация информационно-аналитических комментариев о мониторинге предприятий	0	0	1	0,5	1	0	0

Продолжение таблицы Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
19	Анализ региональных особенностей	1	1	0	0	0,5	0,5	0,5
20	Информация об оценке влияния бюджетной политики на проводимую ДКП	1	1	1	1	1	1	1
21	Декомпозиция причин изменения прогнозов	0	1	0	1	0,5	0	0
22	Информация о причинах расхождения прогнозов с другими государственными ведомствами	0	0	0	0	0	0	0
23	Публикация записи встреч с научным сообществом, аналитиками, представителями бизнес - сообщества и журналистами	1	1	1	1	1	0,5	1
24	Публикация протокола обсуждения ключевой ставки на Совете директоров	1	1	1	1	0	1	0
25	Пресс-релизы сразу после принятия решений по ДКП (с сигналом о ДКП)	1	1	1	1	1	1	1
26	Объяснение решений по ДКП на пресс-конференции в день принятия решений	1	1	1	1	0	0,5	0,5
27	Публикация коротких версий больших, стратегических (программных) документов	0	1	0,5	0	0	0	0
28	Обязательная проверка всех материалов для широкой аудитории с помощью нейронной сети на удобочитаемость/доступность	0,5	0	0	0,5	0	0	0
29	Ведение страниц центральных банков в социальных сетях, видеохостингах и телеграмм-каналах с разьяснениями о политике центрального банка	1	1	1	1	1	1	1
30	Среднее за период усреднения значение спреда операционного ориентира (цели) к ключевой ставке	1	1	1	1	0,5	0,5	0,5
31	Волатильность спреда операционного ориентира (цели) к ключевой ставке за период усреднения	1	1	1	1	1	0,5	1
32	Независимость регулятора закреплена в нормативно-правовых актах?	1	1	1	1	1	1	1
33	Принятие решений по денежно-кредитной политике осуществляется независимо от исполнительных/законодательных органов власти?	1	1	0,75	1	1	1	1

Продолжение таблицы Ж.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
34	Может ли центральный банк проводить операции прямого кредитования правительства?	1	1	1	1	1	1	1
35	Может ли центральный банк проводить операции кредитования по поручению правительства?	1	1	1	1	1	1	1
36	Деятельность центрального банка осуществляется за счет бюджетных средств?	1	1	1	1	1	1	1
37	Проведение оценки взаимного влияния ДКП и других направлений экономической политики	1	1	1	1	0,5	0	0,5
38	Утверждение общей стратегии по воздействию на ожидания участников финансового рынка	0	0	0	0	0	0	0
39	Отсутствие противоречий в координации денежно-кредитной и бюджетной политики	1	0	1	0,5	1	0,5	1
40	Дополнительные коммуникации в период кризиса с целью снижения неопределенности	0	0	0	0	0	0	0
41	При выработке государственной антикризисной политики предполагается последующее утверждение документов центрального банка по антикризисной политике с указанием целей и задач банка	0	0	0	0	0	0	0
Примечание – Сокращения наименований стран: БРЗ – Бразилия; США – Соединенные Штаты Америки; ЕЦБ – Европейский центральный банк; АНГ – Англия; ЧХ – Чехия; КЗХ – Казахстан; ТуРЦ - Турция								

Источник: составлено автором по данным [177-191; 193-198].