

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

На правах рукописи

Аниканов Ефим Игоревич

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

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Дубова Светлана Евгеньевна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Оглавление

Введение	4
Глава 1 Операционный механизм современной денежно-кредитной политики: теоретические аспекты	14
1.1 Содержание современной денежно-кредитной политики.....	14
1.2 Характеристика типов, методов и инструментов денежно-кредитной политики	29
1.3 Особенности операционного механизма денежно-кредитной политики при выборе режима инфляционного таргетирования.....	48
Глава 2 Анализ и оценка операционного механизма денежно-кредитной политики Банка России в сложившихся экономических и геополитических условиях.....	70
2.1 Результаты применения инструментов денежно-кредитной политики Банка России в сложившихся экономических и геополитических условиях и оценка полученных эффектов	70
2.2 Анализ и оценка трансмиссионного и операционного механизмов денежно-кредитной политики в условиях внедрения цифрового рубля	93
2.3 Анализ и оценка эффектов применения нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики в операционном механизме денежно-кредитной политики в условиях кризисов	106
Глава 3 Совершенствование операционного механизма денежно-кредитной политики Банка России при реализации режима инфляционного таргетирования.....	129
3.1 Рекомендации по совершенствованию инструментов в операционном механизме денежно-кредитной политики Банка России...	129
3.2 Учет региональных особенностей в операционном механизме денежно-кредитной политики Банка России	143

3.3 Предложения по усилению эффектов от реализации операционного механизма денежно-кредитной политики при реализации Банком России режима инфляционного таргетирования.....	152
Заключение.....	168
Список литературы.....	172
Приложение А Операционный механизм денежно-кредитной политики с декомпозицией целеполагания.....	187
Приложение Б Принципы операционного механизма денежно-кредитной политики и их характеристика.....	188
Приложение В Взаимосвязь денежной массы и динамики реального ВВП.	189
Приложение Г Результаты перехода стран к режиму инфляционному таргетированию	190
Приложение Д Ключевые макроэкономические показатели в разрезе развитых стран и стран с формирующимися рынками	191
Приложение Е Динамика объема фондового рынка в России.....	192
Приложение Ж Количество и активы финансовых организаций России	193
Приложение И Активы финансовых организаций России по агрегированным группам	194
Приложение К Активы крупнейших кредитных организаций.....	195
Приложение Л Непостоянство денежного мультипликатора и количественное смягчение	196
Приложение М Межстрановое сравнение нормативов обязательного резервирования	198

Введение

Актуальность темы исследования. Денежно-кредитная политика является одной из ключевых составляющих экономической политики, применяемой для регулирования экономики. Проведение взвешенной денежно-кредитной политики обеспечивает достижение ценовой стабильности и создает благоприятные условия для стимулирования экономической активности, снижения безработицы до ее естественного уровня и, в конечном счете, для обеспечения долгосрочной и стабильной экономической динамики. Экономика России столкнулась со сложными задачами формирования таких условий в период структурной трансформации. В последние годы происходит кардинальная перестройка логистических цепочек поставок товаров, осуществляется процесс локализации производства критической инфраструктуры в целях уменьшения зависимости от иностранных поставщиков и обеспечения качественно нового уровня экономического и технологического суверенитета страны. В сложившихся обстоятельствах возрастает значимость денежно-кредитной политики в управлении макроэкономическими процессами. Раскрытие данного вопроса приобретает особую актуальность в условиях необходимости достижения национальных целей развития страны, определенных Президентом Российской Федерации [9], и выхода из кризиса, определенного отрицательными эффектами от беспрецедентного санкционного давления на Российскую Федерацию. В данных условиях результативность мероприятий в области денежно-кредитной политики имеет первостепенное значение. В периоды кризиса важно обеспечить постоянное согласование решений, принимаемых как на уровне различных направлений деятельности регулятора, так и между Банком России и органами, определяющими бюджетно-налоговую политику. Кроме того, широкий спектр задач, который стоит перед Банком России, требует сбалансированного и взвешенного подхода к их решению. Поддержание ценовой стабильности является фундаментальной

основой для создания предсказуемых условий в экономике. Поддержание стабильности цен обеспечивает реализацию функции Банка России, закрепленной в Конституции Российской Федерации и содержащейся в обеспечении устойчивости рубля.

Степень разработанности темы исследования. Научная база, посвященная вопросам денежно-кредитного регулирования и используемая для написания данного исследования, включает в себя работы ведущих российских и зарубежных ученых. Теоретические школы, особенности реализации и направления совершенствования денежно-кредитной политики представлены в работах Б. Бернанке [B. Bernanke], М. Фридмана [M. Friedman], Ф. Мишкина [F. Mishkin], Ж. Гали [J. Gali], Р. Солоу [R. Solow], У. Баумоля [W. Baumol], Дж. Тобина [J. Tobin], Э. Фелпса [E. Phelps], М. Гудфренда [M. Goodfriend], Ф. Кюдланда [F. Kydland], Э. Прескотта [E. Prescott], Р. Барро [R. Barro], Р. Лукаса [R. Lucas], Ф. Агийона [P. Aghion].

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

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

В связи с этим, учитывая высокое качество исследования вопросов в области денежно-кредитного регулирования, очевидным является наличие зон для дополнительного изучения и анализа проблем, связанных с применением инструментов денежно-кредитной политики, оценкой условий их реализации и полученных эффектов от их влияния на макроэкономические переменные.

Цель исследования заключается в развитии теоретических представлений и разработке научно-обоснованных предложений по совершенствованию операционного механизма денежно-кредитной политики в условиях режима инфляционного таргетирования с учетом российской и зарубежной практики. Для достижения указанной цели поставлены следующие **задачи**:

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

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

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

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

Научная новизна исследования заключается в расширении теоретико-методологических представлений об операционном механизме денежно-кредитной политики при применении режима таргетирования инфляции на базе системного исследования российской и зарубежной практики, а также разработке подходов к оценке качества реализации операционной цели, действенности операционного механизма и выработке практических рекомендаций по совершенствованию инструментов, подходов к анализу и реализации денежно-кредитной политики Банка России.

Положения, выносимые на защиту:

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

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

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

4) *Предложен и апробирован подход к оценке достаточности условий для реализации операционного механизма денежно-кредитной политики* на основе анализа регрессионной зависимости между объемом остатков денежных средств на корреспондентских счетах коммерческих банков и ценой заимствования по ставке RUONIA, а также оценке эластичности ставки RUONIA по объему операций на рынке межбанковского кредитования, что позволяет выявлять периоды более сильного и слабого влияния денежного рынка на ставки «овернайт» и корректировать их уровень инструментами денежно-кредитной политики (С. 77-82).

5) С целью повышения качества условий для реализации операционного механизма денежно-кредитной политики: а) *предложен подход к дифференциации нормативов резервирования* в зависимости от срочности пассивов клиентов, формируемых кредитными организациями, а также *сформулировано и обосновано предложение по исключению из состава резервируемых обязательств бюджетных остатков в валюте недружественных стран*, что повысит качество условий реализации операционного механизма денежно-кредитной политики посредством сближения процентных ставок по рыночным операциям коммерческих банков с ключевой ставкой на разных сроках (С. 136-141); б) на основе выявленной статистически существенной взаимосвязи понятности коммуникаций Банка России и устойчивости инфляционных ожиданий *разработан инструмент*

для оценки ясности текстовых коммуникационных продуктов, используемых для трансляции сигналов денежно-кредитной политики, реализованный на базе комбинированного индекса Флеша-Кинкейда, использование которого будет способствовать повышению качества коммуникаций Банка России, повышению доверия общества к проводимой денежно-кредитной политике, предсказуемости решений, снижению и закреплению инфляционных ожиданий вблизи цели (С. 155-159); в) *предложен инструмент для оценки степени согласованности применения инструментов денежно-кредитной и финансовой политики* на базе моделирования векторной авторегрессионной модели (далее – VAR) и функции импульсного отклика инфляции на расходы консолидированного бюджета, что повысит качество согласованности монетарных и фискальных инструментов и позволит обеспечить условия для долгосрочного и устойчивого экономического роста с минимизацией рисков для макроэкономической и финансовой стабильности (С. 160-167).

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

способствовать расширению долгосрочных источников финансирования (С. 135-136).

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

Практическая значимость работы состоит в возможности органов денежно-кредитного регулирования России сформировать действенный операционный механизм денежно-кредитной политики в целях обеспечения ценовой стабильности. В работе представлены предложения по внедрению нового инструмента для оценки текстовых коммуникаций при реализации денежно-кредитной политики, расширению операционного механизма Банка России инструментом по предоставлению ликвидности на длительные сроки и кросс-страновыми своп-линиями. Сформулированы и обоснованы предложения по дифференциации резервных требований, дополнению спектра оцениваемой информации для повышения качества учета региональных особенностей при принятии решений по денежно-кредитной

политике. В исследовании предлагается подход к оценке степени согласованности инструментов денежно-кредитной и фискальной политики на базе построения VAR и функций импульсных откликов. Помимо этого, в работе дополнен инструментарий специализированных механизмов рефинансирования, которые могут быть использованы для развития долгосрочного фондирования и стимулирования структурной трансформации экономики. Кроме того, в работе предлагается и апробируется подход к оценке достаточности условий для эффективной реализации операционного механизма денежно-кредитной политики, обосновывается подход к анализу качества передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики на основе корреляционно-регрессионного анализа взаимосвязи ключевой ставки со ставками денежного рынка с разными сроками.

Методология и методы исследования. На теоретическом уровне методологический фундамент исследования составляют следующие научные методы: сравнительный анализ, логические методы, аналогия, индукция и дедукция, а также визуализация данных посредством табличных и графических методов. Эмпирический уровень анализа базируется на применении статистических методов, включая корреляционно-регрессионные анализ и эконометрическое моделирование, методы преобразования данных, в частности дифференцирование, метод анализа стационарности временного ряда на базе теста Дики-Фуллера, оценка информационных критериев Акаике, Ханнана-Куина, Шварца, тест Гренджера на причинность, оценка функций импульсного отклика. В целях реализации указанных методов использовалось прикладное программное обеспечение GNU Regression, Econometrics and Time-series Library (Gretl), MS Excel, а также SQL-решения.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность выводов исследования подтверждается использованием репрезентативной статистики из общедоступных источников,

применением апробированных научных методов и всесторонним изучением отечественных и международных публикаций, нормативных правовых актов Российской Федерации, результатов научных исследований отечественных и зарубежных ученых, посвященных вопросам денежно-кредитного регулирования, проблемам независимости монетарных властей, координации монетарных и фискальных направлений экономической политики, а также материалов научных форумов, научно-практических конференций, докладов международных финансовых институтов, центральных банков стран, Банка России.

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

Основные выводы и положения, представленные в диссертации, используются в практической деятельности Банка ВТБ (ПАО). Выводы из предложенных подходов по дифференциации резервных требований в зависимости от сроков привлечения ресурсов клиентов используются при модельном прогнозировании чистого процентного дохода. Предложения по

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

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

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

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

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

Глава 1

Операционный механизм современной денежно-кредитной политики: теоретические аспекты

1.1 Содержание современной денежно-кредитной политики

В современных реалиях роль денег в экономическом развитии во многом зависит от того, насколько точными оказываются решения, принимаемые органами, отвечающими за денежно-кредитное регулирование. При формировании таких решений субъектам денежно-кредитной политики следует ориентироваться на широкий спектр макроэкономических показателей, чтобы достичь поставленных целей.

Денежно-кредитная политика трактуется как одно из направлений государственной экономической политики, определяемое совокупностью мер, разрабатываемых центральным банком и направленных на защиту и укрепление рубля за счет поддержания стабильности цен. Разработка мероприятий в рамках реализации денежно-кредитной политики осуществляется не только на основе сложившейся экономической ситуации, но и с учетом прогнозирования макроэкономических тенденций в условиях неопределенности. Более того, основные параметры денежно-кредитной политики должны быть синхронизированы с решениями, принимаемыми в целях реализации бюджетной, налоговой, таможенно-тарифной и иных направлений экономической политики государства.

Исходя из того, что денежно-кредитная политика представляет собой важный элемент государственной экономической политики, ее конечные цели представляют собой определенную декомпозицию целей государственного регулирования экономики. В международной практике к таким целям относят обеспечение устойчивого долгосрочного экономического роста, сохранение ценовой стабильности, создание благоприятных условий занятости и

поддержание высокого уровня благосостояния граждан. Для достижения этой цели применяются инструменты денежно-кредитной политики, каждый из которых имеет свои особенности и условия использования.

Следует принимать во внимание, что результаты применения инструментов денежно-кредитной политики могут обладать значительными временными лагами, что свидетельствует об их долгосрочном влиянии на экономическую конъюнктуру [16]. Объективный временной лаг возникает между определением потребности использования инструмента денежно-кредитной политики и его фактической реализацией, что объясняется необходимостью времени на разработку и согласование его параметров и характеристик. Эта особенность также обусловлена тем, что денежно-кредитная политика и другие направления государственной экономической политики могут лишь косвенно влиять на реальный сектор экономики. Это соответствует принципу классической дихотомии, который является основой неоклассической теории денег.

Длительный эффект от применения инструментов денежно-кредитной политики препятствует достижению эффективной политики, проводимой Центральным банком Российской Федерации. Кроме того, динамика потребительских цен во многом определяется факторами, лежащими в немонетарной плоскости [55]. Так, изменение налоговой нагрузки, тарифное регулирование монополий, административные барьеры оказывают влияние на изменение цен, которое Банк России не может предотвратить. Российский ученый М.А. Абрамова в качестве немонетарных факторов также отмечает сложившиеся институциональные условия, структурные особенности экономики, включая характеристику основных фондов, рабочей силы, технологический уровень производства и инфраструктуру [13; 17]. Инструменты денежно-кредитной политики позволяют лишь сгладить возникающие в экономике положительные или отрицательные шоки.

Особенности объекта и субъекта регулирования определяют специфику денежно-кредитной политики как неотъемлемой части государственной экономической политики. В качестве объектов регулирования денежно-кредитной политики выступает спрос и предложение денег в экономике. Предложение денег можно определить через показатель денежной массы в экономике. Банк России, как и регуляторы других стран, количественно определяют предложение денег в экономике через выделение денежных агрегатов в соответствии с методологией Руководства по денежно-кредитной и финансовой статистике [107]. Важно отметить, что Банк России согласно статье 75 Конституции Российской Федерации обладает монополией на осуществление денежной эмиссии [1]. Реализуя данное полномочие, Банк России регулирует объем денежной базы в обращении, то есть объем выпущенных в обращение наличных денег. При реализации политики таргетирования денежной массы регулятор поддерживает плановые значения роста предложения денег в экономике посредством дополнительной эмиссии или стерилизации излишков денежной ликвидности.

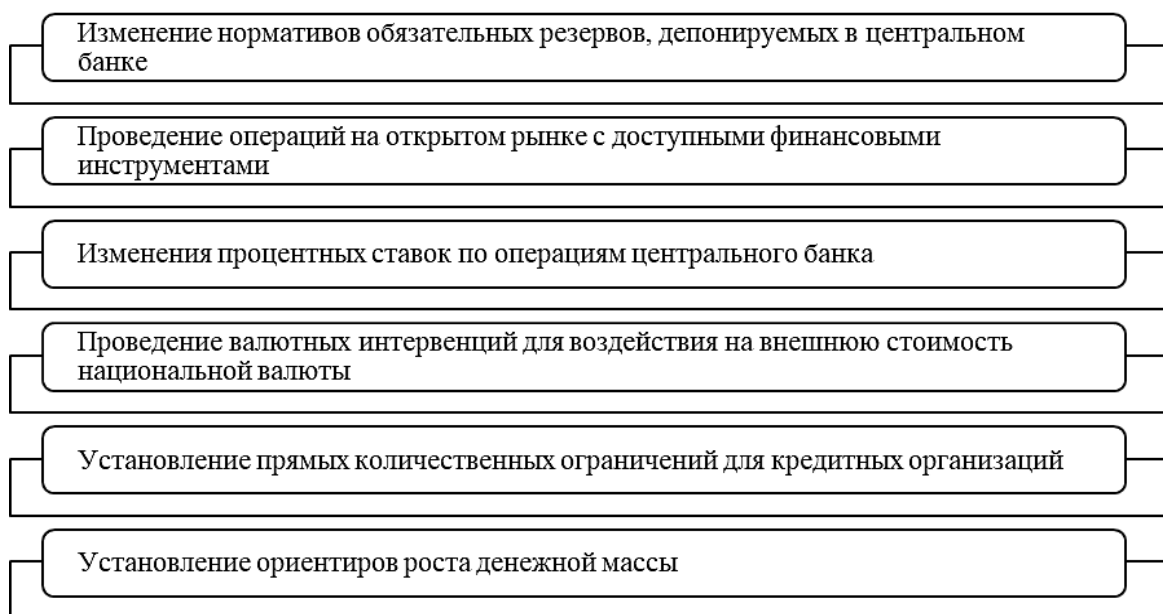
Спрос на деньги характеризуется объемом активов, который экономические агенты желают хранить в ликвидной форме. Вместе с тем, спрос на деньги имеет обратную зависимость с номинальной процентной ставкой, в основе которой лежит уровень ключевой ставки центрального банка. Регулируя ключевую ставку, Банк России оказывает влияние на спрос на деньги, что в свою очередь, отражается на динамике инфляции, инвестиционного спроса, а также, косвенно - на темпах экономического роста.

Выбор объекта денежно-кредитного регулирования определяется в зависимости от степени влияния спроса и предложения денег на экономику. На основании этого центральные банки стран устанавливают ключевой показатель для использования инструментов денежно-кредитной политики. В развитых странах регуляторы чаще всего ориентируются на процентные ставки, тогда как в странах с менее развитыми финансовыми рынками до

мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. чаще применяли стратегии таргетирования денежных агрегатов и валютного курса. Банк России в течение длительного периода времени определял денежное предложение в качестве объекта регулирования. Вместе с тем, с развитием финансового рынка, повышением его эффективности с точки зрения качества перераспределения финансовых ресурсов между экономическими субъектами, спрос на деньги стал объектом денежно-кредитной политики, а процентный канал – основным способом трансмиссии решений регулятора на экономические условия.

Центральный банк и коммерческие банки выступают основными субъектами денежно-кредитной политики. Коммерческие банки выступают посредниками в реализации денежно-кредитной политики, реализуя основные каналы трансмиссионного механизма, такие как процентный и кредитный. Исходя из этого, коммерческие банки опосредуют различные типы денежно-кредитной политики.

В международной практике центральные банки применяют инструменты денежно-кредитной политики, отраженные на рисунке 1.1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.1 – Инструменты денежно-кредитной политики

Данный перечень является открытым, поскольку существуют и другие инструменты, которые может применять Банк России в целях влияния на макроэкономические условия. В качестве таких инструментов могут выступать информационное сопровождение мер денежно-кредитного регулирования, оказывающее влияние на поведение субъектов рынка, периодический пересмотр состава активов по ломбардным операциям, контроль формы кривой доходности по государственным облигациям, а также меры кредитного и количественного смягчения и другие.

Примечание – Ломбардный список представляет собой перечень активов, которые могут служить обеспечением для использования в качестве залога в операциях рефинансирования с кредитными учреждениями.

Воздействие применения различных инструментов денежно-кредитной политики сказывается на состоянии реального сектора экономики через трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. В качестве основных каналов воздействия данного механизма в научной литературе выделяют процентный и кредитный каналы, канал валютного курса и инфляционных ожиданий, а также канал благосостояния.

С помощью этих каналов регулятор может передавать влияние используемых инструментов на показатели реального и финансового секторов экономики, чтобы достичь цели денежно-кредитной политики. В связи с тем, что определенные макроэкономические показатели имеют немонетарную составляющую, цели денежно-кредитной политики декомпозируются на разных временных диапазонах. Центральный банк совместно с Правительством устанавливает цели политики, включая стратегическую и промежуточную. В качестве таких целевых показателей могут выступать инфляция, обменный курс или динамика денежных агрегатов.

Цели денежно-кредитной политики на разных уровнях взаимосвязаны и зависят как от уровня функциональной самостоятельности центрального банка и уровня экономического развития государства, так и от целей и задач

по достижению долгосрочного устойчивого экономического роста, поставленных перед ним.

Главной целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание ценовой стабильности, для чего устанавливается цель удерживать инфляцию на уровне около 4%. В рамках реализации режима инфляционного таргетирования Банк России не только устанавливает цель по инфляции, но и обеспечивает публичное объявление данной цели для того, чтобы экономические агенты учитывали данный уровень цен при принятии экономических решений [94]. Говоря о способах и инструментах достижения целей денежно-кредитной политики, необходимо раскрыть основные концепции денежно-кредитной политики, которые применялись центральными банками стран на различных этапах исторического развития. Одной из первых концепций денежно-кредитной политики была кейнсианская концепция, в основе которой лежали идеи Дж. Кейнса, а впоследствии таких экономистов, как Дж. Хикс, Дж. Тобин, Ф. Модильяни. Предпосылкой данной концепции выступало предположение, что рыночная экономика не может самостоятельно обеспечить равновесие и нуждается в государственном регулировании.

Согласно кейнсианской концепции воздействие на объем инвестиций, совокупного спроса и выпуска достигается за счет изменения ставки процента. Ставка процента выступает в качестве альтернативной стоимости размещения капитала, которую предприниматель учитывает при принятии инвестиционных решений. Кроме того, ставка процента выступает в качестве стоимости фондирования и в случае ее превышения над нормой ожидаемого дохода по инвестициям, предприниматель откажется от использования данного источника ресурсов для вложения в инвестиционный проект. Если же ожидаемая норма дохода превышает стоимость кредитных ресурсов, то предприниматель примет решение об использовании данных ресурсов в инвестиционных целях.

В рамках кейнсианской концепции было предположено использование контрциклического механизма денежно-кредитной политики. В период быстрого экономического роста и преобладания факторов, способствующих инфляции, центральному банку следует проводить более жесткую денежно-кредитную политику, повышая процентные ставки. Увеличение стоимости денег в экономике приводит к сокращению спроса на деньги в экономике, снижению кредитного потенциала банковской системы и, как следствие, уменьшению объема инвестиций и возвращению объема реального выпуска к своему потенциалу. В период экономического спада действия центрального банка должны быть противоположными. Регулятору следует проводить мягкую денежно-кредитную политику. Учитывая циклический характер экономического развития в рыночной среде, центральный банк способен инструментами денежно-кредитной политике смягчать негативные последствия, возникающие на различных этапах экономического цикла.

Выбор конкретного инструмента или комбинации инструментов определяется целью денежно-кредитной политики. Данный выбор зависит не только от функциональной независимости центрального банка, но и от структуры и глубины развития финансового рынка. Помимо кейнсианского подхода, существует монетаристская концепция, основанная на количественной теории денег, которая была разработана М. Фридменом в его работе 1956 года [58].

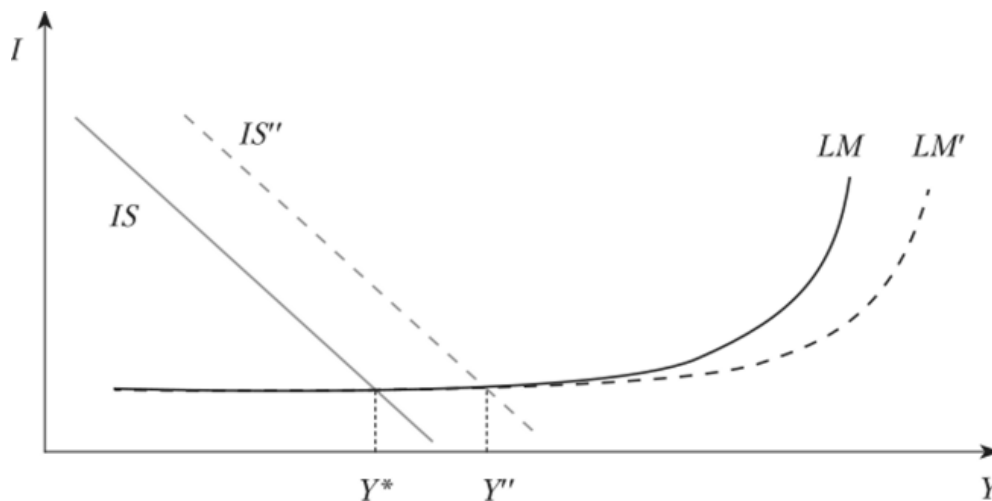
Кейнсианская денежно-кредитная политика основана на идее, что экономика может испытывать долгосрочные отклонения от своего потенциала, приводящие к отрицательным разрывам выпуска, которые невозможно сгладить или сократить без вмешательства государственного регулирования, включая использование инструментов денежно-кредитной политики. Вместе с тем, ключевым инструментом в рамках данной концепции денежной политики является ставка процента. Ставка процента является базой сравнения для предпринимателей с ожидаемой нормой прибыли от основной

деятельности. Данный выбор определяет целесообразность использования кредитных ресурсов в качестве источника фондирования для инвестиций.

Последователи монетарной теории критиковали кейнсианский подход, утверждая, что процентная ставка не может служить главным инструментом денежно-кредитной политики. По их мнению, центральный банк не в состоянии эффективно контролировать ставки на межбанковском рынке, поскольку они подвержены значительным колебаниям. Концепция монетаризма лежит в основе денежного таргетирования как режима монетарного регулирования.

Успехи данной теории стали причиной использования денежных агрегатов в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики. Использование денежных агрегатов в качестве целевой направленности денежно-кредитной политики может быть обусловлено следующими основаниями. Во-первых, они представляют информационную переменную, анализ которой позволяет настраивать денежно-кредитную политику. По сравнению с кейнсианским подходом, который характеризуется множеством нетривиальных макроэкономических моделей, подход монетаристов предполагает использование всего нескольких уравнений [48]. Это упрощает и облегчает деятельность регулятора. Во-вторых, денежные агрегаты являются сигналом, демонстрирующим намерения центрального банка, и определяются как функция текущих и «дисконтированных» ожидаемых фундаментальных условий и факторов. Изменяя величину денежных агрегатов, центральный банк дает сигнал экономическим агентам о направлении своей политики или отмечает прогноз дальнейшего развития ситуации в экономике. Кроме того, центральный банк, регулируя величину денежных агрегатов, может оказывать влияние на инфляцию, безработицу и экономический рост. Это влияние будет предметом рассмотрения в рамках параграфа, посвященного нетрадиционным инструментам денежно-кредитной политики.

Существенным ограничением использования инструментов денежно-кредитной политики в кейнсианской концепции является «ловушка ликвидности» [66], которая образуется в ситуации, когда ставка процента находится на нулевых или около нулевых значениях. Данный случай отражен на рисунке 1.2. В этой ситуации норма сбережений экономических агентов остается высокой за счет низкой альтернативной стоимости размещения капитала. В этом случае денежно-кредитная политика нерезультативна в решении задачи сокращения разрыва выпуска. Выявление данного ограничения послужило для предположения, которое учитывается при разработке экономической политики. Оно заключается в том, что денежно-кредитная политика более эффективна при воздействии на выпуск через регулирование совокупного спроса в краткосрочном периоде. Вместе с тем, бюджетно-налоговая (фискальная) государственная политика оказывается более эффективной на долгосрочном горизонте в отношении воздействия на факторы совокупного предложения.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.2 – Ловушка ликвидности в монетарной концепции

Однако необходимо отметить, что кейнсианская интерпретация совокупного предложения ограничивается декомпозицией данного агрегированного показателя только одним фактором производства – труд. Несистемность в таком определении совокупного предложения

подтверждается появлением феномена стагфляции в мировой экономике в 1970 годы за счет роста цены на нефть.

Более того, в работе нобелевских лауреатов по экономике М. Фридмана и Э. Фелпса [79] была объяснена природа безработицы и доказан «естественный» уровень безработицы, который не может быть снижен инструментами денежно-кредитной политики. Причинами такого уровня безработицы является присутствие на рынке временно свободных экономических агентов, определяющих ее фрикционную составляющую, а также наличие стимулирующих заработанных плат¹⁾. Стимулирующие заработные платы впервые были описаны Э. Фелпсом как надбавка за предельный продукт труда, которая была призвана сдерживать высококвалифицированных работников от поиска нового рабочего места на конкурентном рынке труда.

Стимулирующая надбавка к заработной плате сподвигает работников к более эффективному труду, в то время как в ситуации классического равновесия безработица отсутствует и у работников нет стимулов к проявлению должного старания, так как в случае увольнения они могли бы просто сменить свое место работы на другое даже не дожидаясь увольнения. Именно данный фактор послужил причиной роста заработанных плат и, как следствие, инфляции в США в 1970-е годы. Помимо этого, в конце 1950-х была открыта кривая Филлипса, которая отражала обратную зависимость между инфляцией и безработицей. Исходя из этого, данная связь создала видимость альтернативы между инфляцией и безработицей.

Кейнсианская концепция не отрицает наличия такого выбора. Действительно, если существует необходимость увеличить реальный выпуск, сократить безработицу, то существует возможность расширить денежную массу, увеличить совокупный спрос, пренебрегая увеличением уровня

¹⁾ Идея стимулирующих зарплат получила большое распространение и была представлена, например, в работе Shapiro, S. Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device / C. Shapiro, J. Stiglitz // American Economic Review. – 1984. – Volume 74. – P. 433-44. – ISSN отсутствует.

инфляции. В связи с этим президент США Ричард Никсон был инициатором расширения баланса Федеральной резервной системы США (далее – ФРС) в 1970-е годы за счет роста денежной базы в целях стимулирования совокупного спроса. Однако, как было отмечено выше, в работе М. Фридмана и Э. Фелпса снижение безработицы ниже естественного уровня посредством методов государственного регулирования на долгосрочном периоде не представляется возможным. Более того, такая политика несет высокие инфляционные риски, которые реализовались в период 1970-х годов.

В современной практике реализации денежно-кредитной политики отказались от альтернативы между инфляцией и безработицей на долгосрочном горизонте, что отражено в работе [56]. Тем не менее, краткосрочная действенность данной зависимости сохраняет свою значимость. Более того, в 1967 году Э. Фелпс предложил альтернативную кривую Филлипса [78], которая показывала зависимость между инфляцией и безработицей только при условии неожиданности инфляции в краткосрочном периоде. За анализ межвременного обмена в макроэкономической политике Э. Фелпс получил Нобелевскую премию в 2006 году.

В случае если работодатели предполагали расширение совокупного спроса, то они сразу поднимали цены на конечные товары и услуги наряду с ростом заработанных плат. В целях понимания альтернативы выбора между инфляцией и безработицей важной является модель неполной информированности работников Р. Лукаса [71]. Рациональные ожидания представляют собой математически верные ожидания экономических субъектов, формируемые на основе обработки всей имеющейся в их распоряжении информации и знания структуры экономики. При этом в случае расширения денежной массы центральный банк может не информировать об этом экономических агентов. В этом случае последующее увеличение транзакционного спроса вызовет повышение спроса на конкретный товар, работу или услугу в экономике. В случае неполной информированности

производители не могут знать, чем вызвано увеличение спроса на их продукцию: ростом частного спроса на конкретную продукцию или ростом транзакционного совокупного спроса, вызванного расширением денежного предложения. В первом случае производители могут увеличить объем производства и тем самым способствовать расширению совокупного выпуска, в то время как во втором случае производители могут поднять заработанные платы и цены, то есть воздействовать на номинальные переменные. Поэтому в целях недопущения динамической непоследовательности инфляционных ожиданий, центральные банки не информируют экономических агентов о планируемом изменении денежного предложения. Вместе с тем, такой режим денежно-кредитной политики имеет существенные ограничения, которые заключаются в следующем. Центральный банк может осуществлять эмиссию наличных денег. При этом денежная масса как совокупность наличных и безналичных денег в экономике образуется за счет эффекта банковского мультипликатора, величина которого непостоянна и зависит, в том числе от предельной склонности экономических агентов к сбережению, что находится вне зоны регулирования центрального банка. Более того, в международной практике не сложилось консенсусного мнения относительно того, какой элемент в составе денежной массы необходимо таргетировать. Согласно данным Банка России, в национальной экономике не наблюдается значительной связи между объемом денежной массы и темпом роста ВВП. Это обстоятельство, в контексте низкого уровня управляемости денежной массой, стало основанием для выбора режима инфляционного таргетирования, что отражено в приложении В.

Идея о жесткости цен в кейнсианской концепции была в дальнейшем рассмотрена в ряде работ совместно с экономистами Дж. Тэйлором и Г. Калво [53; 60; 77]. В модели данных экономистов было объяснено, почему в краткосрочном периоде инструменты денежно-кредитной политики могут иметь эффекты на реальные переменные и деловую активность даже в случае

полного информирования производителей о расширении денежного предложения со стороны центрального банка. Модель Фелпса-Тэйлора-Калво объясняет несинхронное изменение цен фирм-конкурентов в ответ на увеличение денежной массы. В результате цены будут увеличены пропорционально изменению денежной массы, но в течение нескольких итераций. Период подстройки номинальных цен позволит на некоторое время снизить безработицу ниже естественного уровня, а реальный спрос – выше естественного [82; 83]. Данные соображения в части несинхронных изменений цен производителями стали основой разработки новой кейнсианской кривой Филлипса как интерпретации ее классической версии. Обратная зависимость инфляции и безработицы проявляется в краткосрочном периоде, в то время как долгосрочный период с учетом рациональных ожиданий экономических агентов вынуждает производителей повышать цены до нового уровня. Именно кейнсианская интерпретация кривой Филлипса стала методологической основой для разработки нового направления анализа денежно-кредитной политики [54]. С помощью данного подхода проводится анализ мероприятий, осуществляемых регуляторами на сегодняшний день. Так, центральные банки посредством инструментов денежно-кредитной политики могут воздействовать на совокупный спрос в целях стабилизации его около естественного уровня, определяемого в соответствии с моделью экзогенного экономического роста Р. Солоу такими макроэкономическими переменными как труд, капитал и уровень технологического развития.

Вместе с тем, регулирование процентной ставки или объема денежной массы в случае отрицательного разрыва выпуска, вызванного повышением издержек производителей, может привести к стагфляционным эффектам, когда смягчение политики не стимулирует рост совокупного выпуска, а вызывает еще больший рост безработицы и уровень инфляции.

Практическим выводом из кейнсианского подхода к анализу влияния инструментов денежно-кредитной политики на реальный выпуск

в зависимости от причин отклонения экономики от естественного уровня является необходимостью центральных банков следить за динамикой инфляционных ожиданий. Исходя из этого, большое количество центральных банков сегодня проводят денежно-кредитную политику в рамках режима инфляционного таргетирования, основной целью которого является поддержание ценовой стабильности. В этой ситуации центральный банк несет ответственность за стабильность цен в экономике. В этом контексте особое значение имеет доверие участников экономических отношений к действиям регулятора, так как только в случае наличия такого доверия регулятор может формировать инфляционные ожидания домохозяйств и фирм, а, следовательно, управлять инфляцией. Особенности режима таргетирования инфляции были описаны в статье бывшего председателя ФРС Б. Бернанке [46; 48]. Более детально таргетирование инфляции будет рассмотрено в следующем разделе.

Указанный синтез кейнсианской, монетаристской концепции, а также теории рациональных ожиданий стал основой операционистского подхода к пониманию денежно-кредитной политики, который, по мнению Б. Маккалума и М. Гудфренда [61], является основным в области современной монетарной политики, основные принципы которого заключаются в следующем.

Во-первых, отсутствие выбора между инфляцией и безработицей в долгосрочном периоде. Отсутствие альтернативы между данными показателями определяется долгосрочной нейтральностью денег по отношению к реальным переменным. Согласно данному постулату, в долгосрочном периоде невозможно обеспечить экономический рост только за счет увеличения денежной массы. Однако, небольшой краткосрочный рост инфляции может способствовать росту экономики, поскольку экономические агенты могут воспринимать его как признак растущей экономической активности и увеличения совокупного спроса. Таким образом, это может

действовать как стимулирующий фактор экономического роста. Более подробно данный механизм был описан выше.

Следующий принцип заключается в обеспечении стабильно низкой инфляции, так как она негативно сказывается на реальном выпуске в долгосрочном периоде. Это происходит потому, что высокая инфляция усложняет долгосрочное планирование и не позволяет формировать обоснованные инвестиционные стратегии. Согласно операционистскому подходу, ценовая стабильность – это такой уровень роста цен, который не принимается во внимание участниками рынка при принятии решений. Именно такая стабильность служит основой для устойчивого и долгосрочного роста экономики. Третий принцип заключается в том, что управление инфляцией, имеющей монетарную природу, должно происходить посредством изменения номинальных процентных ставок. Таким образом, операционистский подход является синтезом элементов монетаристской концепции (монетарная природа инфляции), и кейнсианства. Кейнсианская природа операционного подхода состоит в использовании процентных ставок в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики.

Обеспечение ценовой стабильности предполагает управление инфляционными ожиданиями рыночных агентов. Данный принцип опирается на теорию рациональных ожиданий. Ключевыми в этой теории являются модель несогласованности денежно-кредитной политики во времени Р. Барро и Д. Гордона [47] и модель опережающего поведения Ф. Кидланда и Э. Прескотта [68]. Исходя из данных моделей было выявлено, что при понимании участниками рынка целей денежно-кредитной политики, их ожидания будут содействовать успешной реализации регулятором своего мандата.

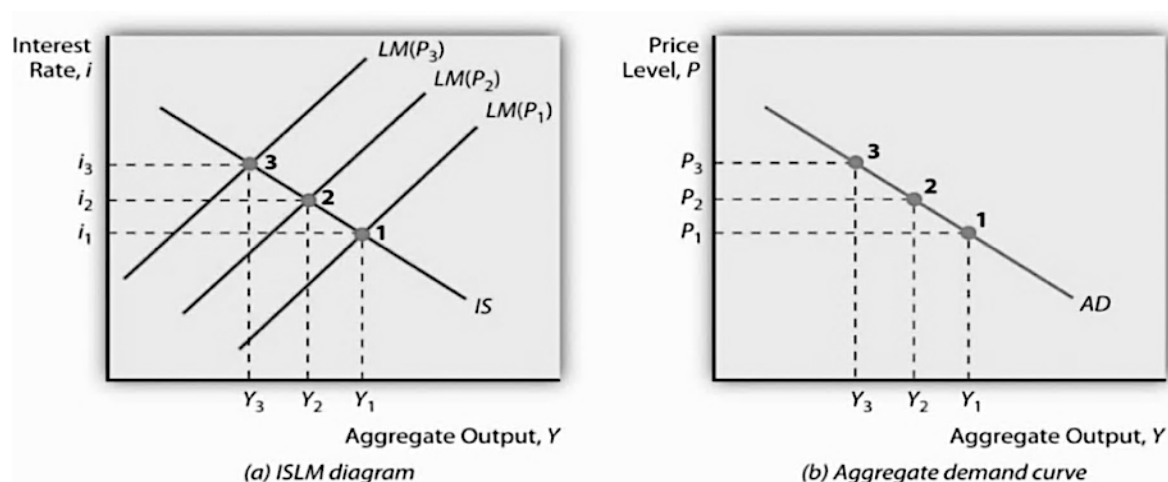
Отдельного внимания заслуживает российская школа экономической мысли в области денежно-кредитной политики. Согласно российской парадигме отмечается необходимость создания таких монетарных условий,

которые будут способствовать привлечению денежных средств для инвестиций в основной капитал [33]. Без количественного роста этого капитала невозможно обеспечить необходимый уровень экономической динамики. При этом размер банковского процента должен быть достаточно небольшим, чтобы быть обеспеченным уровнем рентабельности предприятий реального сектора экономики. Срочность кредитов должна быть достаточной для реализации проектов на среднесрочном и долгосрочном горизонтах с учетом периода их окупаемости. Более того, стабилизация в краткосрочном периоде инфляционных рисков посредством поддержания жесткой денежно-кредитной политики приводит к удорожанию банковского кредита, что способствует росту цен на конечную продукцию, фактически стимулируя дальнейшее возникновение проинфляционных рисков [18]. В связи с этим важным представляется расширение практики реализации специализированных механизмов рефинансирования. Масштабирование данного инструмента позволит стимулировать экономический рост, создавая тем самым российский вариант целевого количественного смягчения. В условиях глубокой структурной перестройки экономики снижение стоимости кредитов для конечных заемщиков должно быть общей задачей для Банка России и ведомств, имеющих отношение к регулированию финансового рынка. Отдельные положения российской школы денежно-кредитной политики, в том числе отмеченные в данной главе, будут развиты в качестве предложений по совершенствованию текущего инструментария проводимой политики Банком России.

1.2 Характеристика типов, методов и инструментов денежно-кредитной политики

Реализуя политику кредитной экспансии, Банк России увеличивает объем денежной массы в обращении посредством реализации механизма

безналичной эмиссии и эффекта банковского мультипликатора. Вместе с тем, рестрикционная денежно-кредитная политика направлена на сокращение предложения денег в экономике и ограничение кредитного потенциала банковского сектора. В этой связи необходимо отметить, что сторонники кейнсианской концепции учитывали циклический характер развития экономики и предлагали регулировать уровень ставки процента в зависимости от состояния цикла экономической активности. В результате была создана политика, направленная на ограничение денежного предложения и кредитования. Данный тип денежно-кредитной политики был призван снизить объем предложения кредитных ресурсов за счет роста ставки процента и сокращения возможностей использования кредита для инвестиционных целей. Другим типом денежно-кредитной политики, которая была разработана в целях поддержания совокупного спроса в экономике в период экономического спада, была политика «дешевых денег». Она заключалась в снижении ставки процента, снижении стоимости кредитных ресурсов и как следствие роста совокупного выпуска в экономике. Влияние инструментов денежно-кредитной политики в краткосрочной перспективе на реальные переменные в зависимости от типа проводимой политики можно представить через синтез моделей AD-AS и модели IS-LM Хикса-Хансена, который представлен на рисунке 1.3.



Источник: составлено автором.
Рисунок 1.3 – Синтез моделей IS-LM и AD-AS

Исходя из информации, представленной в модели, можно отметить, что рестрикционная денежно-кредитная политика способствует снижению денежного предложения за счет эффекта банковского мультипликатора и сокращения безналичной эмиссии. Это в свою очередь приводит к повышению ставки процента на межбанковском рынке и уменьшению инвестиций за счет увеличения стоимости фондирования.

Кроме того, модель IS-LM показывает эффективность проводимой денежно-кредитной и бюджетной политики государства, особенности их согласования. Так, если правительство принимает решение об увеличении налогов или сокращении объема государственных закупок [2], снижении трансфертов, то кривая IS сдвигается влево по оси совокупного выпуска. При этом центральный банк, поддерживающий курс на макроэкономическую стабилизацию будет смягчать денежно-кредитную политику посредством снижения ключевой ставки, сокращения нормы обязательного резервирования и увеличения денежного предложения.

Противоположное направление применения инструментов денежно-кредитной политики будет выбрано центральным банком в случае проведения правительством стимулирующей бюджетно-налоговой политики. В случае увеличения государственных расходов, снижении налогов или увеличении трансфертов, стабилизационная денежно-кредитная политика будет сопровождаться увеличением ключевой ставки, увеличением нормы обязательного резервирования и снижением денежного предложения. Данные компенсаторные механизмы проведения согласованной макроэкономической политики позволяют обеспечивать экономический рост с минимизацией рисков для макроэкономической и финансовой стабильности.

Существуют прямые и косвенные методы денежно-кредитной политики. Использование прямых методов предполагает наиболее быстрый эффект на макроэкономические переменные за счет административного характера их воздействия. Вместе с тем, необходимо учитывать, что неблагоприятные

эффекты таких методов денежно-кредитной политики могут создавать отрицательные стимулы для развития деятельности хозяйствующих субъектов и вызывать отток финансовых ресурсов в «теневой» сектор или в другие юрисдикции с более благоприятными экономическими условиями. Прямые методы денежно-кредитной политики отмечены на рисунке 1.4.

Прямые методы ДКП	Лимиты роста кредитования
	Лимиты на привлечение депозитов
	Лимиты на рефинансирование
	Максимальные значения ставок по кредитам или депозитам

Источник: составлено автором.

Рисунок 1.4 – Прямые методы денежно-кредитной политики

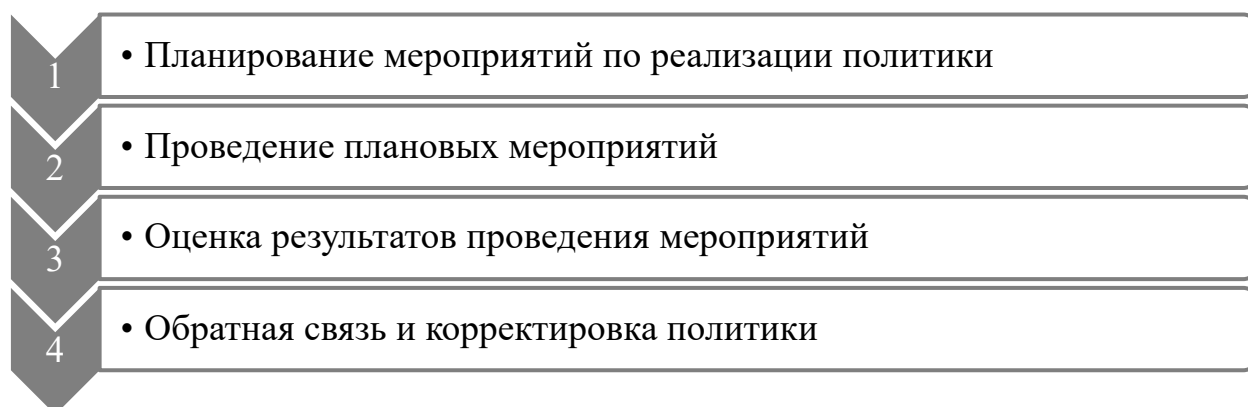
В основе косвенных методов денежно-кредитной политики лежат рыночные механизмы. Данные методы направлены на то, чтобы оказывать влияние на мотивацию экономических агентов. При использовании данных методов регулирования необходимо учитывать, что эффективность их применения находится в прямой зависимости от степени развития финансового рынка. Косвенные методы, которые использует Банк России, представлены на рисунке 1.5.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.5 – Косвенные методы денежно-кредитной политики

Помимо прямых и косвенных методов выделяют также общие и селективные методы денежно-кредитной политики в зависимости от масштаба решаемых задач. Общие методы регулирования применяются для осуществления воздействия на финансовый рынок в целом. Общие методы по характеру воздействия преимущественно являются косвенными. Селективные методы применяются в случае необходимости оказать влияние на конкретную область денежного рынка. Данные методы призваны решать конкретные задачи, такие как ограничение розничного кредитования с высоким показателем долговой нагрузки, снижение доли отдельных видов ссуд в розничном кредитном портфеле, установление дифференцированных нормативов в отношении системно значимых кредитных организаций и другие. Процесс реализации каждого из типов денежно-кредитной политики может быть представлен последовательностью этапов, которые приведены на рисунке 1.6.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.6 – Этапы реализации денежно-кредитной политики

Процесс планирования подразумевает под собой выбор способов, методов и инструментов реализации денежно-кредитной политики, исходя из поставленных задач и с учетом совокупности экономических переменных. Реализация денежно-кредитной политики осуществляется посредством действий субъектов политики с использованием доступных инструментов денежно-кредитной политики, которые нацелены на достижение установленных целей. Структура этого механизма включает в себя

совокупность институциональных и инфраструктурных элементов, определяющих соответственно процедуры, порядок, методы и инструменты проведения денежно-кредитной политики и техническую составляющую ее реализации (каналы взаимодействия, информационно-аналитические системы и другие).

Институциональная составляющая механизма денежно-кредитной ответственна за регламент выполнения действий субъектами процесса [13]. При этом регламент механизма денежно-кредитной политики представляет собой совокупность формальных институтов. Такими институтами выступают Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» [3], «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов» (утверждены Банком России), Федеральный закон от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности» [4], Указание Банка России от 01.06.2023 № 6433-У «Об обязательных резервных требованиях», Указание Банка России от 15.09.2021 № 5930-У «О форме и условиях рефинансирования кредитных организаций под обеспечение» и другие [11; 12]. Вместе с тем, под технической (инфраструктурной) основой механизма политики понимают совокупность систем, каналов взаимодействия и иного технического и программного обеспечения, посредством использования которого субъекты механизма (сотрудники Банка России, кредитных организаций, Правительства Российской Федерации, государственных и коммерческих организаций в рамках мероприятий по реализации денежно-кредитной политики) реализуют свои полномочия.

С помощью инструментов денежно-кредитной политики Банк России воздействует на ставки «овернайт» денежного рынка. Краткосрочные ставки служат базой для всех операций на межбанковском рынке. Банк России стремится поддерживать данные ставки вблизи ключевой ставки в границах установленного процентного коридора. Совокупность инструментов денежно-

кредитной политики, предназначенных для управления уровнем процентных ставок на денежном рынке, а также форма, периодичность и временные рамки их применения приведены в таблице 1.1.

Таблица 1.1 – Система инструментов денежно-кредитной политики Банка России по управлению процентными ставками денежного рынка

Тип операций	Цель применения	Форма реализации	Период проведения	Частота проведения
Основные аукционы	Управление ставками денежного рынка и объемом ликвидности	Аукционы РЕПО, депозитные аукционы	Одна неделя	Еженедельно
Операции постоянного действия	Фиксация ставок денежного рынка в границах процентного коридора	Операции РЕПО, ломбардные кредиты, кредиты «овернайт», валютный своп	Один день	Ежедневно
Аукционы «тонкой настройки»	Минимизация чрезмерного колебания ставок в границах процентного коридора	Аукционы РЕПО, депозитные аукционы, валютный своп	От одного до шести дней	При наличии необходимости
Аукционы на длительные сроки	Повышения качества условий для реализации основных операций за счет:			
	Абсорбирования избытка ликвидности	Облигации Банка России	От трех до двенадцати месяцев	При наличии необходимости
	Обеспечение необходимого объема среднесрочной ликвидности	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	Три месяца	Ежемесячно
Операции постоянного действия на длительные сроки	Улучшение условий реализации основных операций	Ломбардные кредиты, кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От двух до тридцати дней	Ежедневно

Источник: составлено автором по материалам [87].

Важно отметить, что в 2023 году Банк России произвел трансформацию системы инструментов по предоставлению ликвидности в части разделений

их на основной и дополнительный механизмы. С этого момента условия привлечения ликвидности для кредитных операций зависят от цели проводимых операций. В рамках основного механизма проводимые операции ориентированы на достижение операционной цели денежно-кредитной политики, а именно на создание условий, при которых ставки денежного рынка находятся в непосредственной близости к ключевой ставке.

Вместе с тем дополнительный механизм реализуется в условиях недостатка ликвидности у кредитных организаций, который невозможно оперативно покрыть за счет привлечения средств на рынке межбанковского кредитования или за счет операций в рамках основного механизма. Банк России не ограничивает доступ кредитных организаций к ликвидности, несмотря на такое разделение. Пул обеспечительных активов для привлечения ликвидности также остался практически без изменений. При этом Банк России реализует контрциклический подход к обеспечению операций предоставления ликвидности, под которым понимается то, что регулятор в качестве залогового обеспечения принимает высококлассные ценные бумаги и права требования по кредитным соглашениям.

С помощью недельных аукционов РЕПО Банк России обеспечивает удовлетворение преимущественной части потребностей кредитных организаций в ликвидности, поддержание необходимых остатков на корреспондентских счетах банков и управление уровнем процентных ставок на денежном рынке. Данные операции проводятся на еженедельной основе в формате аукционов РЕПО или депозитных аукционов. Регулятор устанавливает лимиты на проведение недельных аукционов и определяет объемы предоставления либо абсорбирования ликвидности, опираясь на консолидированный прогноз ликвидности. В январе-июле 2023 года денежный рынок испытывал структурный дефицит ликвидности. В связи с этим Банк России постепенно снижал лимиты по депозитным аукционам, тем самым увеличивая доступную ликвидность для удовлетворения потребности

банковского сектора. В результате объем сделок на денежном рынке увеличился. Данная информация представлена на рисунке 1.7.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.7 – Баланс ликвидности и обращение к инструментам постоянного действия в миллиардах рублей

Банки могут подавать заявки на недельных аукционах по ставкам в пределах процентного коридора, верхняя и нижняя границы которого образуются как симметричный диапазон в два процентных пункта, в центре которого находится ключевая ставка.

Другим инструментом выступают операции постоянного действия на срок один день. Главной задачей данного инструмента является недопущение выхода ставок за рамки установленного процентного коридора. Наиболее распространенной формой таких операций по абсорбированию ликвидности выступают депозитные аукционы. Перечень доступных инструментов для предоставления ликвидности на денежный рынок существенно шире и включает в себя также выдачу кредитов кредитным организациям под залог нерыночных активов, ломбардные кредиты, «овернайт» кредитование, а также сделки РЕПО и валютный своп.

В отличие от основных аукционов, инициируемых по решению Банка России с установлением лимитов предоставления или изъятия ликвидности,

сделки постоянного действия осуществляются при обращении кредитных организаций. Объем таких операций регламентирован нормами, установленными в Политике управления рисками Банка России, являющейся ключевым элементом системы корпоративного управления Банка России. Данные операции преимущественно осуществляются в форме аукционов при возникновении соответствующей потребности у кредитных организаций. Это объясняет их сравнительно меньший объем по отношению к недельным аукционам по предоставлению или изъятию ликвидности. Практическое применение подобных механизмов обусловлено возникновением у банков краткосрочных дисбалансов ликвидности, которые могут быть нивелированы за счет участия в сделках на межбанковском рынке.

Значения процентных ставок по операциям постоянного действия устанавливаются на уровне верхней и нижней границ процентного коридора. Указанные границы расположены симметрично относительно значения ключевой ставки и автоматически изменяются при ее пересмотре. Ширина этого коридора, составляющая два процентных пункта, определяет допустимые пределы колебаний ставок на денежном рынке.

В периоды существенного дисбаланса между потребностью банковского сектора в ликвидности и ее доступным объемом, Банк России проводит аукционы «тонкой настройки» для сглаживания резких колебаний рыночных ставок относительно ключевой ставки. Операции «тонкой настройки» осуществляются на периоды от одного до шести дней и способствуют сохранению процентных ставок в установленных коридором границах. Данный тип операций осуществляется в виде аукционов РЕПО с указанным временным горизонтом, а также через сделки «валютный своп» на приобретение иностранной валюты за рубли. Также аукционы «тонкой настройки» реализуются посредством депозитных аукционов сроком от одного до шести дней. Центральный банк осуществляет ежедневный мониторинг ликвидности банковского сектора и информирует о проведении

таких операций с установлением лимитов по объему предоставления или изъятия ликвидности. Следует отметить, что «валютные свопы» применяются исключительно в качестве вспомогательного механизма к аукционам РЕПО от одного до шести дней. Предоставление или изъятие ликвидности посредством данных операций осуществляется по цене, соответствующей уровню ключевой ставки Банка России. Особенности ценообразования инструментов денежно-кредитной политики в рамках системы процентного коридора отображены на рисунке 1.8.

Ключевая ставка Банка России + 1 п.п.	Ключевая ставка Банка России	Ключевая ставка Банка России -1 п.п.
Операции постоянного действия на срок один день (кредиты «овернайт», ломбардные кредиты, сделки «валютный своп», операции РЕПО, кредиты, обеспеченные нерыночными активами)	- Основные операции (депозитные аукционы и аукционы РЕПО на срок одна неделя) - Операции «тонкой настройки» (депозитные аукционы и аукционы РЕПО на срок от одного до шести дней)	Операции по абсорбированию ликвидности на срок один день (депозитные операции)

Источник: составлено автором.

Рисунок 1.8 – Коридор процентных ставок

Кроме краткосрочных операций, комплекс инструментов денежно-кредитной политики включает долгосрочные операции по предоставлению и изъятию ликвидности. При наличии структурного избытка ликвидности в банковском секторе Банк России может принять решение о размещении собственных облигаций. Срок обращения данных финансовых инструментов составляет от трех до двенадцати месяцев. Доходность по купону начисляется ежедневно в соответствии с уровнем ключевой ставки, актуальной на день начисления дохода. Эмиссия облигаций Банком России способствует повышению эффективности влияния основных операций на денежно-кредитные условия посредством абсорбирования ликвидности на среднесрочном горизонте. Существенной особенностью выпуска облигаций Банка России является наличие возможности их погашения на вторичном

рынке досрочно либо использования данных ценных бумаг в качестве обеспечения в операциях рефинансирования, проводимых регулятором.

В перечень инструментов Банка России входит также проведение аукционов по размещению кредитов на срок три месяца под залог нерыночных активов. Данный инструмент применяется при возникновении в банковском секторе устойчивого дефицита ликвидности. Таким образом, рассмотрена система операций денежно-кредитной политики по управлению ставками денежного рынка с указанием их характеристик. С помощью данного инструментария Банк России поддерживает однодневные ставки денежного рынка в рамках процентного коридора, приближая их к ключевой ставке и тем самым определяя направление денежно-кредитной политики.

В целях управления объемом остатков на корреспондентских счетах кредитных организаций Банк России использует механизм обязательных резервных требований. Применяя этот инструмент, Банк России регулирует уровень ликвидности через ее изъятие или предоставление, обеспечивая сбалансированность между фактическими остатками на корреспондентских счетах банков и потребностью в ликвидности для проведения платежей. Это способствует сближению уровня ключевой ставки с однодневными ставками денежного рынка. Для обеспечения необходимого уровня ликвидности кредитных организаций регулятор устанавливает нормативы резервирования, которые гарантируют поддержание требуемого объема резервных активов при наличии в пассивах банков соответствующих обязательств [10].

С помощью данного инструмента осуществляется влияние на активную часть баланса коммерческих банков через требование о размещении части обязательств на специальных резервных счетах. Американский экономист Л. Туроу предложил альтернативный взгляд на формирование резервных требований, который заслуживает отдельного внимания [103].

Согласно указанному подходу, предлагается переход от системы резервирования обязательств к системе резервирования активов. По мнению

Л. Туроу, такая трансформация позволила бы применять резервные требования для достижения социально значимых целей. В основе данного подхода предусматривается установление полного резервирования в отношении определенной доли активов кредитной организации до того момента, пока указанная доля не будет направлена на инвестиции в желаемые отрасли и сектора экономики. Например, в случае установления документами стратегического планирования или национальными целями направление 20% объема национальных сбережений в инфраструктурные проекты, каждый финансово-кредитный институт будет обеспечивать полное резервирование активов до тех пор, пока не направит указанный объем активов в качестве инвестиций в инфраструктурные проекты. После достижения установленной доли требований к резервированию активов в отношении такой организации регулятор не будет устанавливать резервных требований.

Подход, разработанный Л. Туроу, потенциально может быть интегрирован в существующую систему, в которой резервируются обязательства. Данный синтез подходов представлен в исследовании [38], где предлагается установление обязательных резервных требований в размере 20% от общего объема обязательств коммерческих банков. При этом выполнение данных требований может осуществляться как через инвестиции в инфраструктурные объекты, так и посредством размещения средств на специальных резервных счетах.

Ключевая ставка представляет собой основной инструмент денежно-кредитной политики. Посредством ее изменения центральный банк оказывает воздействие на стоимость заемных ресурсов для субъектов реального сектора экономики, что в конечном счете влияет на инвестиционную активность, инфляционную динамику и объем выпуска. В условиях долгосрочного экономического равновесия, характеризующегося соответствием реального выпуска уровню полной занятости ресурсов, ключевая ставка соответствует нейтральному диапазону. Этот диапазон обеспечивает сохранение инфляции

вблизи целевого значения при одновременном поддержании равенства фактического и потенциального валового внутреннего продукта.

Понятие нейтральной процентной ставки было впервые введено К. Викселем в 1898 году. Нейтральная ставка позволяет идентифицировать направленность денежно-кредитной политики. Понятие нейтральной ставки существует в номинальном и реальном выражении, причем ее величина производна от структурных особенностей экономики, требуемой доходности на вложения в конкретной стране и готовности экономических агентов принимать риски.

Можно выделить основные факторы, которые определяют уровень нейтральной процентной ставки:

- Динамика производительности факторов производства. Ускорение темпов роста производительности отражает увеличение инвестиционных затрат компаний, демонстрируя их готовность финансировать привлекаемые ресурсы для данных целей.

- Демографические тенденции. Они оказывают влияние на экономический рост через изменение такого фактора производства как величина трудовых ресурсов [81]. Уровень экономического развития обуславливает инвестиционный спрос и отношение сбережений к уровню дохода. В частности, увеличение доли населения среднего возраста, характеризующегося более высокой склонностью к сбережениям по сравнению с другими возрастными группами, сместит уровень нейтральной ставки вниз.

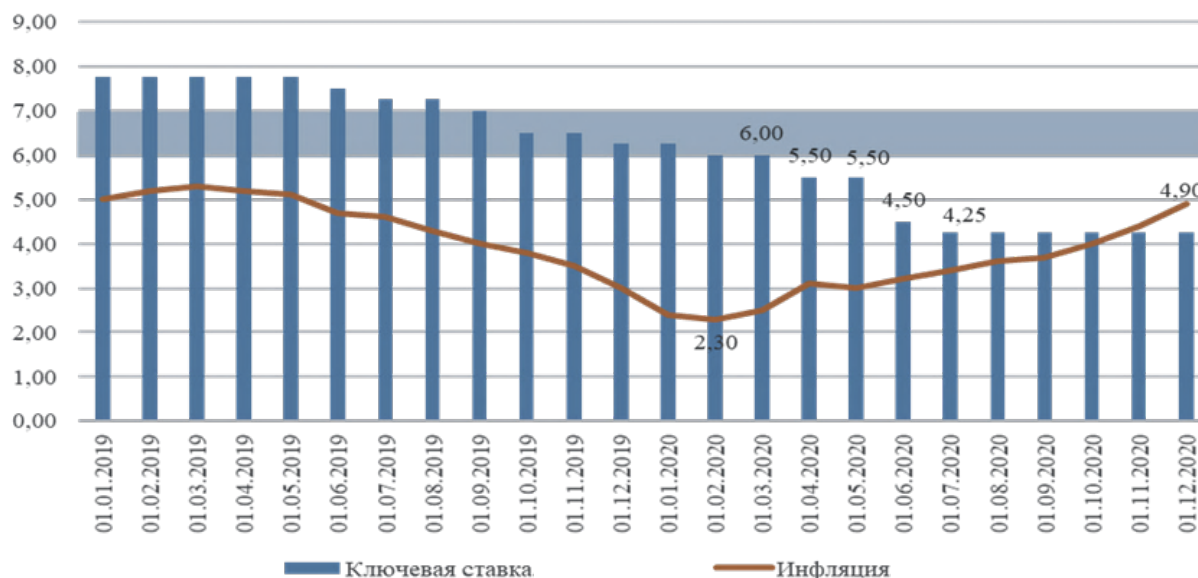
- Уровень развитие финансового рынка и его регулирование. Развитие архитектуры финансового рынка и расширение возможностей для инвестирования повышают качество размещения капитала в экономике, способствуя росту нормы сбережений. Это создает предпосылки для снижения реальной нейтральной процентной ставки через увеличение объема доступных финансовых ресурсов и увеличение временных горизонтов планирования.

– При отсутствии ограничений на трансграничное движение капитала характерно выравнивание нейтральных процентных ставок. При этом нейтральная ставка подвергается корректировке с учетом величины премии за страновой риск и параметров инфляционной волатильности.

Номинальная нейтральная процентная ставка находится в прямой зависимости от показателей ожидаемой инфляции. В условиях режима инфляционного таргетирования, при котором инфляционные ожидания рыночных участников стабилизируются на целевом уровне, прогнозируемая инфляция соответствует установленному Банком России целевому ориентиру [90]. Точное определение уровня нейтральной процентной ставки невозможно вследствие сложного взаимодействия ключевых экономических показателей, включая взаимосвязь ключевой ставки и инвестиционного спроса, объема производства и инфляционных ожиданий, динамики внешнеторговых операций и обменного курса.

Согласно современным исследовательским работам [64], большинство количественных оценок долгосрочной реальной нейтральной процентной ставки для России колеблется на уровне 2-3%. С учетом таргетируемого целевого уровня инфляции в 4%, диапазон 6-7% соответствует оценочным значениям номинальной нейтральной ставки. Отметим, что достижение ключевой ставкой Банка России уровня оцененного диапазона долгосрочной номинальной нейтральной ставки предполагается только после пяти лет поддержания устойчивой инфляции на целевом уровне. В краткосрочном периоде ключевая ставка может отклоняться от этого диапазона из-за влияния разнонаправленных внешних и внутренних шоков, воздействующих на фактический объем выпуска. Примером отклонения ключевой ставки от нейтрального диапазона стала реакция Банка России на кризис 2020 года. Регулятор сознательно перешел к мягкой денежно-кредитной политике, чтобы

поддержать совокупный спрос и вернуть экономику к своему потенциальному уровню. Данная корректировка политики отражена на рисунке 1.9.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.9 – Диапазон нейтральной процентной ставки в процентах годовых

При отклонении инфляции ниже целевого уровня центральный банк снижает ключевую ставку. Данное решение транслируется через процентный канал трансмиссионного механизма. Снижение ставки уменьшает стоимость фондирования для кредитных организаций, создавая стимулы для расширения кредитования предприятий в реальном секторе экономики. В условиях конкурентной среды на кредитном рынке это приводит к снижению процентных ставок по кредитам, способствуя росту инвестиционной активности, которая составляет совокупный спрос. Это приводит к росту совокупного спроса в экономике, что увеличивает реальный выпуск и инфляцию.

Примечание – Совокупный спрос может быть представлен как совокупность составляющих элементов: потребления, инвестиций, государственных закупок и чистого экспорта.

Передача изменений ключевой ставки через процентный канал остается основным каналом влияния на экономическую конъюнктуру и ценовую

динамику, однако в процессе денежной трансмиссии задействуются и иные каналы трансмиссионного механизма. Снижение ключевой ставки увеличивает денежную массу, что стимулирует рост спроса на активы, такие как ценные бумаги и иностранная валюта. Данный процесс активизирует дополнительные каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Рост курса иностранной валюты оказывает следующее воздействие. Сокращаются импортные потоки при одновременном стимулировании экспорта, что ведет к увеличению выпуска продукции и инфляционным процессам. Параллельно усиление интереса к ценным бумагам создает благоприятные условия для новых размещений, позволяя компаниям привлекать капитал для инвестиционных проектов и наращивания объема выпуска. В следующем разделе будут детально проанализированы другие каналы трансмиссионного механизма [73]. Взаимосвязь процентных ставок по кредитным ресурсам и ключевой ставки центрального банка находится в непосредственной зависимости от ожиданий экономических агентов касательно будущей траектории денежно-кредитной политики.

Для повышения качества трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики особенно важным является способность центрального банка управлять инфляционными ожиданиями рыночных агентов. Как отмечалось ранее, прозрачная и активная коммуникационная политика регулятора, раскрывающая условия и предпосылки принятия решений, а также предоставляющая достоверные макроэкономические прогнозы, существенно повышает качество передачи сигналов через все каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Усиление транспарентности в коммуникации центрального банка позволяет участникам рынка более точно интерпретировать его цели и решения, создавая важные предпосылки для роста доверия к проводимой политике. Понимание обществом логики и целесообразности принимаемых решений способствует стабилизации инфляционных ожиданий и снижению

волатильности цен. Кроме того, объективная интерпретация действий Банка России позволяет экономическим агентам быстрее учитывать эти меры при формировании ценовых ожиданий, процентных ставок и принятии решений о потреблении, сбережениях и инвестициях.

Информационная политика Банка России сформировалась в самостоятельный инструмент денежно-кредитной политики. Приоритетным в реализации данного инструмента является организация диалога и разнообразных каналов связи с населением и субъектами нефинансового рынка. Это связано с тем, что данные группы экономических агентов обладают ограниченным доступом к специализированной информации и аналитике. В условиях значительных экономических изменений особенно важна проработка разнообразных каналов коммуникации регулятора, так как они помогают уменьшить неопределенность и способствуют снижению лагов при реализации денежно-кредитной политики.

В условиях пандемии и введения ограничительных мер весной 2020 года проявилось резкое ухудшение конъюнктуры в российской и глобальной экономике. В таких условиях было необходимо повышать осведомленность населения о ситуации в экономике и принятии решений, чтобы была возможность формировать обоснованные потребительские и сберегательные модели. Сложившиеся обстоятельства обусловили необходимость разработки новых подходов к коммуникации с рынком. В качестве примера можно отметить проводившиеся в апреле-мае 2020 года еженедельные конференции председателя Банка России с оперативной оценкой экономической ситуации. В этот период был инициирован выпуск аналитического доклада «Финансовый пульс», включающий оценку произошедших за неделю событий. В обзоре также освещались предпосылки принимаемых мер по противодействию последствиям пандемии и давались регулярные оценки влияния текущих событий на состояние финансовой системы, в частности на кредитную и депозитную активность, ликвидность банковского сектора.

Реализую принцип открытости Банк России ежегодно публикует программный документ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики». Каждое решение Совета директоров по ключевой ставке сопровождается пресс-релизом с объяснением мотивов и условий принятия решения. В период 2020 года частота пресс-конференций председателя Банка России была увеличена с четырех до восьми в год.

Банк России осуществляет квартальную публикацию среднесрочного макроэкономического прогноза, объединенную с выходом пресс-релизов по ключевой ставке. Данный прогнозный документ содержит детальную информацию по базовому сценарию, включая ожидаемую динамику цен на нефтепродукты, инфляцию, рост ВВП, потребительские расходы, инвестиционную активность и основные компоненты платежного баланса страны. В целях уточнения прогнозных показателей регулятор ежеквартально представлял Доклад о денежно-кредитной политике, в котором излагал аналитические оценки и видение, формирующие информационную базу для принятия решений по изменению ключевой ставки. С февраля 2024 года данный документ был заменен на Резюме обсуждения ключевой ставки.

Таблица 1.2 – Среднесрочный макроэкономический прогноз в рамках инструментов информационной политики Банка России

Показатель	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.
Инфляция, в среднем за год, в процентах к предыдущему году	7,4	8-8,5	4,5-5,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в процентах годовых	9,9	17,5	17,0-20,0	12,0-13,0
Расходы на конечное потребление, в процентах к предыдущему году	6,6	3,5-4,0	0,5-1,5	1,0-2,0
Валовое накопление, в процентах к предыдущему году	15,8	3,5-5,5	0,5-2,5	0-2,0
Денежная масса, процентах к предыдущему году	19,4	17-20	6-11	6-11

Источник: составлено автором по материалам [93].

С апреля 2021 года Банк России начал интегрировать в макроэкономический прогноз вероятную траекторию изменения ключевой ставки, что представлено в таблице 1.2. Данный формат отражает диапазоны значений средней ключевой ставки для каждого года в рамках трехлетнего прогнозного периода, соответствующие условиям базового сценария при сохранении инфляции на целевом уровне. Понимание динамики ключевой ставки позволяет участникам рынка прогнозировать свои решения, связанные с потреблением, сбережением, инвестированием.

Целесообразно отметить периодические аналитические материалы Банка России, посвященные ключевым макроэкономическим тенденциям, оценке конъюнктуры финансовых рынков, мониторингу инфляционных процессов, а также анализу состояния платежного баланса и статистики внешней торговли. На официальном сайте регулятора систематически публикуются результаты экономических исследований, научные работы и аналитические материалы сотрудников Банка России. Перечисленные выше варианты и форматы коммуникации позволяют Банку России не только увеличивать охват и адресность своего взаимодействия с различными аудиториями, но и существенно повышают уровень доверия к политике и решениям регулятора. Информационная прозрачность создает необходимые условия для эффективной передачи сигналов через каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

1.3 Особенности операционного механизма денежно-кредитной политики при выборе режима инфляционного таргетирования

Инструменты денежно-кредитной политики служат связующим звеном между решениями Банка России и финансовым сектором, а значит, и всей экономикой. Повышая или понижая ключевую ставку, Банк России регулирует денежно-кредитные условия. Скорость и точность передачи

сигнала о направлении денежно-кредитной политики на операции, осуществляемые на финансовом рынке, определяют эффективность Банка России в достижении ценовой стабильности.

Система инструментов, посредством которой центральный банк оказывает влияние на процентные ставки в экономике, и методы их применения для достижения операционной цели называются операционной процедурой денежно-кредитной политики. Операционная процедура служит связующим звеном между центральным банком, финансовым сектором и, в конечном итоге, всей экономикой [52]. Результативность применения инструментария в рамках операционной процедуры денежно-кредитной политики определяет успешность достижения конечной цели денежно-кредитной политики. Ведущие мировые центральные банки на данный момент пришли к консенсусной точке зрения относительно основных характеристик операционных процедур денежно-кредитной политики. К их числу относятся следующие.

Во-первых, наличие одной, однозначно сформулированной операционной цели денежно-кредитной политики. Такой целью может выступать экономический индикатор, который центральный банк в состоянии достаточно точно контролировать. В основном центральные банки в качестве операционной цели денежно-кредитной политики выбирают однодневные ставки на межбанковском рынке.

Во-вторых, максимальное сокращение сложности и количества инструментов денежно-кредитной политики. Центральные банки стараются минимизировать использование инструментов с дублирующими задачами и параметрами. Цели применения каждого инструмента должны быть ясными и прозрачными.

Третьей характеристикой является необходимость разделения задач по формированию направленности денежно-кредитной политики и достижению операционной цели. Регулятор устанавливает ключевую ставку, опираясь на

макроэкономический прогноз. Выбор операционного ориентира определяется исходя из предположения, что такой ориентир станет исходной точкой транслирования изменений ключевой ставки на финансовый рынок и макроэкономические переменные. В рамках поставленной цели подразделения Банка России проводят операции с участниками рынка на необходимых для ее достижения условиях. Данные процессы организуются каждым подразделением независимо. Изменения в отдельных параметрах инструментов не влияют на направленность денежно-кредитной политики. В условиях выбора таргетирования инфляции как промежуточной цели денежно-кредитной политики, приходится соблюдать ограничения, необходимые для эффективного достижения цели в рамках данного режима.

Так, необходимым условием эффективного проведения денежно-кредитной политики в рамках стратегии таргетирования инфляции является плавающий валютный курс [90], который в том числе предполагает свободное трансграничное движение капитала. Центральный банк в рамках таргетирования инфляции может применять валютные интервенции в целях повышения стабильности и сглаживания волатильности валютного рынка, но не имеет возможности независимо поддерживать курс в долгосрочной перспективе [62]. Следовательно, выбор системы инструментов для достижения операционной цели должен учитывать ограничения, которые накладывает на регулятор выбранный режим денежно-кредитной политики.

Для формирования наиболее полного определения для указанного явления представляется подходящим привести примеры использования в экономических исследованиях термина «механизм». Так, в работе А. Кульман определяет, что экономический механизм существует, если «некое исходное экономическое явление влечет за собой ряд других, причем для их возникновения не требуется дополнительных импульсов. Они следуют один за другим в определенной последовательности и ведут к неким очевидным результатам» [15]. Доктор экономических наук С.Е. Дубова характеризует

механизм как «процесс, состоящий из взаимосвязанных стадий и характеризующийся использованием определенных методов и инструментов» [15]. По мнению В.З. Мазлоева, сущность экономического механизма состоит в «совокупности взаимосвязанных экономических рычагов и методов воздействия на производство обмен, распределение и потребление продуктов». Экономический механизм можно рассматривать как совокупность взаимосвязанных элементов, которые обеспечивают функционирование определенного экономического процесса или системы. Согласно Д. Норту механизм представляет собой совокупность взаимосвязанных институтов и правил, которые определяют структуру стимулов для экономических агентов [75].

При этом операционная процедура представляет собой описание последовательности шагов, необходимых для выполнения конкретной задачи. Международный стандарт качества ISO 9001:2008¹⁾ закрепляет, что стандартные операционные процедуры определяют структуру работ организации наравне с процессами и потоками работ. Согласно материалам Банка России [85] операционная процедура «включает в себя систему инструментов денежно-кредитной политики и подходов к их применению для достижения операционной цели». То есть данное определение является процессным, по сути определяет алгоритм действий и не в полной мере раскрывает суть характеризуемого явления. В частности, данное определение не отражает субъект и объект воздействия, не включает в себя систему элементов, участвующих в управлении процентными ставками. Кроме того, данное определение не предусматривает системную организацию и адаптацию элементов, участвующих в достижении операционной цели, в систему ДКП (принципы и форму реализации, систему инструментов, операционный ориентир и операционную цель).

¹⁾ Guidance on the Documentation Requirements of ISO 9001:2015 // ISO : сайт. – URL: <https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/archive/> (дата обращения: 01.05.2025). – Текст : электронный.

В связи с этим, считаем целесообразным ввести термин «операционный механизм денежно-кредитной политики». В экономической теории под механизмом понимается совокупность взаимосвязанных элементов, которые определяют совокупный спрос и предложение. В фокусе денежно-кредитной политики совокупный спрос и предложение предъявляются на ликвидность со стороны экономических субъектов в лице коммерческих банков. Г. Саймон раскрывает экономический механизм через «совокупность взаимосвязанных элементов и процедур, определяющих процесс принятия решений на разных уровнях». Данное определение содержит в себе комплекс взаимосвязанных элементов системы, отражает влияние на решение со стороны субъектов экономики и включает в себя понятие «процедура». Важно отметить, что операционный механизм реализуется в рамках ограничений, накладываемых на каждом из уровней целеполагания денежно-кредитной политики. К.В. Юдаева использует термин «операционный механизм», раскрывая его через основные элементы, но не приводя определение данного термина [45]. В связи с этим операционный механизм денежно-кредитной политики можно определить как «совокупность взаимосвязанных элементов, включающих форму и принципы реализации, систему инструментов и операционный ориентир, с помощью которых центральный банк управляет ликвидностью банковского сектора в целях достижения операционной цели денежно-кредитной политики и дальнейшей трансмиссии монетарного сигнала в экономику с учетом ограничений, установленных выбранным режимом денежно-кредитной политики» [21]. Схема операционного механизма денежно-кредитной политики приведена в приложении А.

В рамках формирования гносеологических и онтологических оснований термина «операционный механизм» необходимо выделить ряд присущих ему принципов, которые представлены в приложении Б. В первую очередь, это принцип нацеленности на краткосрочные ставки денежного рынка. Однодневные ставки денежного рынка служат базой для ценообразования

производных финансовых инструментов с различными сроками и финансовых продуктов с плавающими ставками. Это позволяет Банку России влиять на ставки по всей трансфертной кривой. Однодневные ставки на рынке межбанковского кредитования влияют на вмененные ставки по валютным свопам, краткосрочные ставки по сделкам РЕПО и доходности облигаций ОФЗ. Кредитные организации применяют данные индикаторы для построения трансфертной кривой, фиксирующей ставки на разных сроках по кредитно-деpositным продуктам. Это, в свою очередь, обеспечивает передачу монетарного импульса через трансмиссионный механизм и достижение ценовой стабильности.

Принцип безусловной реализации свидетельствует о способности центрального банка оказывать воздействие на уровень ставок независимо от состояния ликвидности банковской системы, включая периоды значительного структурного дефицита. При этом Банк России должен учитывать не только изменения в объеме ликвидности, но и необходимый уровень обеспечения у банков. Это связано с тем, что основные статьи баланса Банка России (наличные деньги в обращении и остатки на счетах бюджетной системы) достаточно изменчивы. В условиях структурного профицита ликвидности в 2011 году Банк России фактически использовал систему управления ставками с ключевой нижней границей. Вместе с тем, когда в 2012 году банковский сектор вошел в состояние структурного дефицита ликвидности, Банк России стал активно проводить аукционы РЕПО. Произошла быстрая адаптация банковского сектора, с помощью недельного РЕПО предоставлялся преимущественный объем ликвидности, однодневные ставки формировались в зоне верхней границы процентного коридора. В этот же период регулятор ввел депозитные аукционы, сформировав симметричный процентный коридор. То есть вне зависимости от состояния ликвидности операционный механизм денежно-кредитной политики должен оказывать необходимое воздействие на ставки денежного рынка.

Минимизация величины и волатильности спреда составляет третий принцип. Сравнение осуществляется между ключевой ставкой и ставками сегмента овернайт. Наблюдаемый в 2016-2024 гг. средний спред в размере 17 б.п. ниже стандартного шага денежно-кредитной политики в 25 б.п. Это свидетельствует об эффективной реализации операционного механизма денежно-кредитной политики. Сдерживающее влияние на величину спреда оказывают аукционы «тонкой настройки», которые Банк России применяет в условиях существенного дисбаланса ликвидности банковского сектора, когда механизм усреднения обязательных резервов становится недостаточным для его компенсации. При принятии решения о проведении аукционов «тонкой настройки» регулятор оценивает не только баланс ликвидности банковского сектора, но и оставшееся время до периода усреднения, уровень остатков на корсчетах коммерческих банков, а также распределение дефицита/избытка ликвидности по банковскому сектору.

Примечания

- 1 Действенность механизма усреднения обязательных резервов уменьшается при приближении окончания периода усреднения.
- 2 При прочих равных условиях чем больше коммерческих банков оказываются под воздействием избытка или профицита ликвидности, тем большее влияние данный дисбаланс будет оказывать на величину спреда.

Принцип избегания эффекта вытеснения. Банк России определяет оптимальную ширину коридора процентных ставок с учетом принципа снижения волатильности спреда ставок МБК. Важно не допускать чрезмерного сужения процентного коридора, так как это может привести к снижению активности банков на рынке МБК. Если доходность операций с Банком России станет сопоставимой с рыночными операциями, банки могут предпочесть более безопасные операции с Банком России. Это связано с тем, что операции постоянного действия, формирующие границы процентного коридора, являются безрисковыми для банков в отличие от рыночных операций, предполагающих наличие кредитного риска. Соответственно, если доходность сделок с Банком России будут близки к рыночным, коммерческие

банки могут отдать предпочтение безрисковым операциям с Банком России. Это приведет к тому, что банки перестанут активно участвовать в рыночных операциях, что снизит эффективность передачи ключевой ставки на ставки по операциям на рынке. В итоге влияние денежно-кредитной политики на совокупный спрос и инфляцию станет ниже.

Примечание – Биржевые сделки включают в себя стоимость биржевых комиссий, сделки МБК – издержки по установлению контрагентских отношений и мониторингу сделки. В то же время операции с Банком России более благоприятны с позиции макропруденциальных нормативов. Например, в соответствии с Базелем III обязательства перед центральным банком не оказывают негативного воздействия на норматив краткосрочной ликвидности.

Принцип содействия развитию финансового рынка. Реализация данного принципа будет создавать стимулы для участников рынка по повышению качества управления ликвидностью с помощью преимущественно рыночных механизмов. Банк России будет развивать возможность круглосуточного доступа для банков и клиентов по срочным и несрочным переводам денежных средств [90]. В рамках перевода платежной системы Банка России на обновленный режим работы предусмотрена оптимизация графика проведения операций рефинансирования. Это изменение будет способствовать стабильности финансовой системы при резких колебаниях ликвидности банковского сектора. Предполагается также создание централизованного пула активов, включающего ценные бумаги и права требования по кредитам. Данное нововведение позволит кредитным организациям применять обеспечение по всем доступным кредитам Банка России в начале операционного дня для проведения платежей клиентов.

В условиях распространения и совершенствования современных технологий считаем важным выделять принцип учета цифровизации финансовых услуг. Особенностью последних лет, усилившейся в период пандемии, является возрастающая потребность экономических субъектов в повышении мобильности предоставления финансовых продуктов и сервисов. Актуальным стала возможность получения услуг в круглосуточном режиме

через приложения на электронных устройствах, а также выбор поставщиков таких услуг. В ответ на запрос рынка российское правовое поле было дополнено операторами инвестиционных платформ (далее – ОИП), финансовых платформ (далее – ОФП) и информационных систем (далее – ОИС) [5; 6; 8]. ОФП обеспечивают работу электронных площадок, на которых происходит взаимодействие между финансовыми организациями (коммерческими банками, страховыми компаниями, управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов) и их клиентами для получения финансовых услуг. Каждый ОФП формирует свою продуктовую специализацию, в том числе реализация сделок по банковским вкладам, потребительскому кредитованию, размещению долговых и долевого ценных бумаг, ПФИ, заключение договоров страхования. Развитие ОФП, ОИП, ОИС ускоряет проведение сделок и усиливает межбанковскую конкуренцию. Инструменты краудлендинга являются новыми цифровыми финансовыми сервисами, альтернативными предоставлению финансирования посредством традиционного банковского кредитования. Процесс привлечения финансирования посредством ОИП представлено на рисунке 1.10.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.10 – Процесс привлечения финансирования с использованием ОИП

Это обуславливает необходимость учета динамики и параметров кредитования посредством краудлендинга для повышения качества трансмиссии ставки политики на денежно-кредитные условия в экономике. Более детальный анализ данного направления будет приведен далее в работе.

В странах с развитыми рынками до начала мирового финансового кризиса основным типом операционного механизма был процентный коридор

с симметричными границами. Данные границы поддерживались за счет операций постоянного действия. В центре коридора находится ключевая ставка. При таком типе операционного механизма целью выступало сближение однодневных ставок рынка межбанковского кредитования с ключевой ставкой. При этом возможны разные конфигурации процентного коридора. Банк Англии и Европейский центральный банк применяли процентный коридор с усреднением обязательных резервов, а регуляторы Швеции, Канады, Австралии и Новой Зеландии – вариант, не предполагающий усреднение обязательных резервов. В результате кризиса 2008-2009 гг. регуляторы скорректировали свои операционные механизмы. После реализации программ «количественного смягчения» и перехода процентных ставок в отрицательную зону центральные банки многих развитых стран трансформировали свои операционные цели с учетом применения нестандартных инструментов денежно-кредитной политики и отказались от активного управления ликвидностью в процентном коридоре. Особенности и анализ применения таких инструментов приведен в главе 2.

Банк России стремится сблизить ставку RUONIA с ключевой ставкой, что является операционной целью денежно-кредитной политики. С целью управления уровнем краткосрочных ставок регулятор использует симметричный процентный коридор, сформированный вокруг ключевой ставки, являющейся операционным ориентиром. Нормативы обязательного резервирования, устанавливаемые Банком России, способствуют снижению колебаний ставок на межбанковском рынке, формируют стабильный спрос банков на ликвидность и поддерживают необходимый уровень средств на корреспондентских счетах для обеспечения бесперебойности расчетных операций. Процентные ставки, по которым коммерческие банки предоставляют друг другу краткосрочные кредиты на денежном рынке, используются в качестве основного инструмента для воздействия на экономическую динамику. Это достигается с помощью системы инструментов

по управлению ставками денежного рынка и ликвидностью, характеристика которых была приведена выше.

В мировой практике операции по предоставлению ликвидности проводятся под залог государственных ценных бумаг, являющихся аналогом российских облигаций федерального займа. Принимая во внимание специфику финансового рынка России, Банк России в качестве возможного обеспечения принимает широкий круг ипотечных и корпоративных облигаций, включенных в Ломбардный список.

Функционирование операционного механизма происходит в рамках режима денежно-кредитной политики. Банк России корректирует уровень ставок на денежном рынке, которые затем транслируются в изменения процентных ставок по кредитно-депозитным продуктам и воздействуют на динамику валютного курса. В зависимости от валютного курса и уровня процентных ставок, участники рынка принимают решения о потреблении, сбережениях и инвестициях. Следовательно, трансляция решений по денежно-кредитной политике на экономические переменные, в том числе на уровень потребительских цен, происходит с лагом от трех до шести кварталов.

Дискуссия относительно последствий перехода Банком России к режиму инфляционного таргетирования остается актуальной и обоснованной. Основная причина разногласий заключается в том, что данный режим имеет противоположные эффекты на реальный выпуск в краткосрочной и долгосрочной перспективе. Сдерживающая денежно-кредитная политика, которая включает в себя удорожание стоимости кредитных ресурсов, направлена на снижение совокупного спроса и уменьшение реального выпуска на краткосрочном горизонте. При этом ценовая стабильность и управляемо низкая инфляция в долгосрочном периоде способствует устойчивому экономическому росту. Это связано с расширением доступности заемного финансирования за счет снижения инфляционной премии, упрощением финансового и инвестиционного планирования, поддержанием

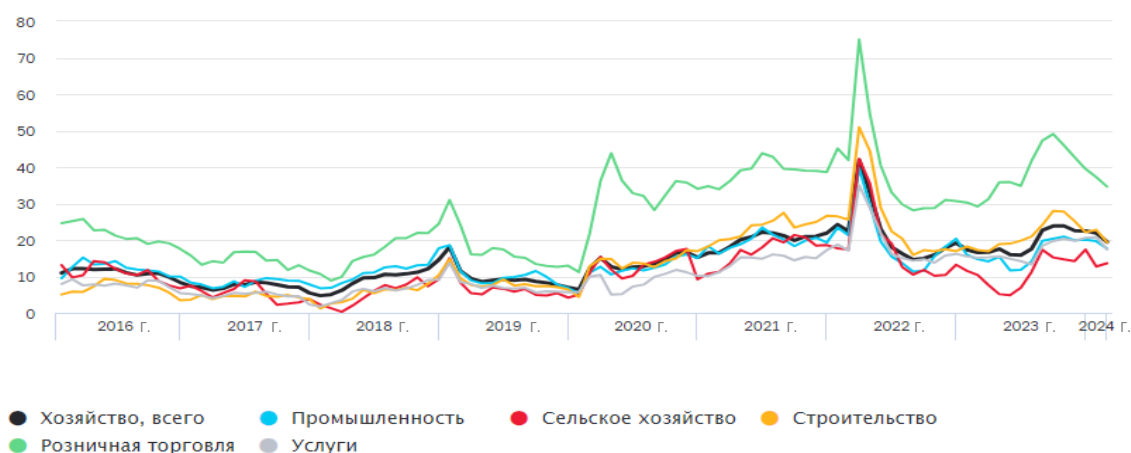
высокого уровня доверия к национальной валюте и снижением стимулов для валютизации балансов в экономике.

В целях оценки результатов режима инфляционного таргетирования необходимо рассмотреть теоретические аспекты такого режима, а также определить краткосрочные и долгосрочные эффекты поддержания ценовой стабильности на экономический рост. Кроме того, необходимо проанализировать международный опыт применения режима таргетирования инфляции, предпосылки и условия перехода к этому режиму центральных банков развитых и развивающихся стран. Особое внимание в работе уделено опыту смены номинального якоря денежно-кредитной политики Банком России, а также выгодам и издержкам жесткой монетарной политики.

Существует научный консенсус относительно роли центрального банка в достижении целей государственной экономической политики, который был описан ранее и стал основой для широкого применения инфляционного таргетирования как наиболее обоснованного режима денежно-кредитной политики. Ценовая стабильность в долгосрочной перспективе выступает в качестве основной цели центрального банка в рамках режима таргетирования инфляции. При этом под стабильностью цен подразумевают низкий и предсказуемый темп роста цен, зафиксированный в определенном коридоре. Регулятор поддерживает заданный уровень инфляции посредством регулирования процентных ставок, создавая условия для согласования прироста индекса потребительских цен с целевым уровнем инфляции. В этом контексте инфляция на рынке потребительских товаров и услуг служит номинальным якорем для денежно-кредитной политики. При этом установление других номинальных или реальных целевых показателей на долгосрочном горизонте не допускается, так как это может привести к конфликту с основной целью по таргетированию инфляции. Особое значение в рамках режима таргетирования инфляции является недопущение роста инфляционных ожиданий, так как нестабильность инфляционных ожиданий

может стать причиной реализации проинфляционных рисков. Основопологающим условием проведения успешной политики таргетирования инфляции является открытая, прозрачная денежно-кредитная политика, которая позволять снять обязательства с центрального банка в части установления целей на основе реальных или номинальных показателей, имеющих противоречие с основной целью по поддержанию ценовой стабильности [68]. Кроме того, открытая и понятная для общественности политика регулятора позволяет экономическим субъектам понимать причинно-следственные связи и основания для принятия решений, снижая риски их неверной интерпретации.

Грамотно выстроенная информационная политика Банка России позволила обеспечить снижение инфляционных ожиданий предприятий нефинансового сектора. Об этом свидетельствует результаты мониторинга уровня ожиданий экономических агентов относительно изменения цен в течение следующих трех месяцев, проведенного Банком России в феврале 2024 года и представленного на рисунке 1.11. В условиях поддержания жесткой денежно-кредитной политики снижение ценовых ожиданий отмечено в большинстве отраслей. Наиболее заметным такое снижение зафиксировано в обрабатывающем секторе, где у предприятий более сильно, чем в целом по экономике, снизились оценки издержек и спроса на ближайшие три месяца.



Источник: Мониторинг инфляционных ожиданий Банка России [2].
Рисунок 1.11 – Результаты мониторинга уровня ожиданий экономических агентов

Принципы, лежащие в основе таргетирования инфляции, теоретически не противоречат целям денежно-кредитной политики, направленной на стимулирование совокупного выпуска и кредитования, а также сокращения безработицы. Влияние монетарной политики на экономический рост ограничено сглаживанием отклонений фактического ВВП относительно его долгосрочного потенциала, который определяется структурными характеристиками экономики. Управление ставками денежного рынка позволяет проводить как сдерживающую, так и стимулирующую денежно-кредитную политику. При этом режим инфляционного таргетирования обеспечивает стабилизацию инфляции вблизи цели.

При возникновении разрыва выпуска вследствие положительного шока совокупного спроса, когда фактический ВВП выше долгосрочного потенциала, а инфляция превышает целевой ориентир, центральный банк проводит жесткую денежно-кредитную политику. Данные меры одновременно способствуют возвращению фактического объема производства к потенциальному уровню и стабилизации инфляции на уровне цели. При отрицательном разрыве выпуска в рамках стимулирующей денежно-кредитной политики также отсутствует конфликт между целевыми ориентирами по инфляции и стабилизацией экономики. Центральный банк в таких условиях достигает обеих целей, создавая условия для роста кредита и производственных возможностей. Одновременно с этим, мягкая политика регулятора способствует снижению волатильности цен и реального выпуска.

Несоответствие между целями политики возникает при отклонении реального выпуска от потенциала вследствие отрицательных шоков стагфляционного характера. Источники подобных шоков могут быть связаны с ухудшением условий торговли, ростом издержек или оттоком капитала, который провоцирует ослабление национальной валюты, сокращение объемов производства и рост цен в связи с наличием валютных компонент в структуре цен товаров и услуг. В таких условиях ужесточение денежно-кредитной

политики может усилить отрицательные шоки со стороны предложения за счет повышения стоимости заемного финансирования. В связи с этим необходимо найти баланс между целями стабилизационной денежно-кредитной политики и задачами инфляционного таргетирования.

Необходимо отметить, что до периода массового перехода центральных банков на режим таргетирования инфляции в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики многие регуляторы в развитых странах устанавливали величину определенного денежного агрегата. Действия центрального банка в таком случае направлены на поддержание денежной базы около установленного уровня, при этом процентные ставки устанавливаются рынком в условиях соотношения спроса и предложения на ликвидность. В режиме инфляционного таргетирования центральный банк вместо установки фиксированного объема денежной базы на определенном уровне устанавливает целевую инфляцию, чтобы обеспечить необходимый объем ресурсов на денежном рынке. Такой подход позволяет обеспечить стабилизацию процентных ставок при условии полного обеспечения потребности в ликвидности участников рынка, что отражено на рисунке 1.12.



Источник: составлено автором по материалам [91].

Рисунок 1.12 – Таргетирование инфляции и плавающий валютный курс

Инфляционное таргетирование основывается на режиме плавающего валютного курса, при которой курсообразование занимает подчиненное положение относительно целей ценовой стабильности. Управление динамикой обменного курса обеспечивает возможность более эффективного контроля над компонентом инфляции, связанным с эффектом переноса курса. Однако на практике применение такого режима определяет валютный курс в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики, что создает противоречия целей инфляционного таргетирования и управления валютным курсом.

Центральные банки могут проводить валютные интервенции для уменьшения колебаний на валютном рынке в рамках режима инфляционного таргетирования. Однако они не могут долгосрочно независимо управлять валютным курсом [62]. Фиксированный обменный курс при отсутствии ограничений на перемещение капитала требует, чтобы центральный банк поддерживал равновесие между валютными поступлениями и денежной массой в соответствии с платежным балансом [76]. Поскольку в долгосрочной перспективе именно объем денежной массы определяет динамику цен, использование фиксированного обменного курса лишает центральный банк возможности эффективно контролировать инфляцию. Следовательно, регулятор не может самостоятельно управлять денежным предложением, что препятствует устойчивому поддержанию инфляции на целевом уровне.

Исходя из этого, применение режима инфляционного таргетирования, впервые появившегося в Новой Зеландии в 1990 году, позволило регуляторам накопить большой объем информации относительно выгод и издержек его применения, а также эффектах, оказываемых на экономические условия. Изначально режим инфляционного таргетирования преимущественно использовался регуляторами развитых стран, однако в настоящее время все большее число развивающихся стран применяет данный режим денежно-кредитной политики в связи с тем, что позволяет системно учитывать

особенности и потенциальные риски современной глобализированной мировой экономики.

В соответствии с докладом МВФ [95] режим таргетирования инфляции является вторым по применению развивающимися странами. Данный режим позволяет обеспечивать устойчивые низкие темпы инфляции и одновременно позволяет центральным банкам использовать стимулирующие инструменты денежно-кредитной политики для увеличения совокупного выпуска и выхода из кризиса [41]. В период с 1990-х годов до начала 2000-х годов большинство развитых стран, за исключением Японии, приняли режим инфляционного таргетирования. Вместе с тем, начиная с мирового финансового кризиса 2008-2009 гг., многие развивающиеся страны также перешли на этот режим. Наибольшее число развивающихся стран переходили на режим инфляционного таргетирования, отказываясь от режима таргетирования обменного курса. Этот переход также был замечен в некоторых развитых странах, таких как Швеция, Великобритания, Испания, Норвегия, Исландия и Израиль. Данная информация представлена в таблице 1.3.

Таблица 1.3 – Переход стран на таргетирование инфляции

Страна	Предшествующий режим	Год перехода	Действующий режим
Албания	Таргетирование денежной массы	2009	Таргетирование инфляции
Великобритания	Таргетирование валютного курса	1992	Таргетирование инфляции
Израиль	Таргетирование валютного курса	1992	Таргетирование инфляции
Исландия	Таргетирование валютного курса	2001	Таргетирование инфляции
Испания	Таргетирование валютного курса	1995	В составе еврозоны с января 1999 г.
Новая Зеландия	Номинальный якорь не определен	1990	Таргетирование инфляции
Норвегия	Таргетирование валютного курса	2001	Таргетирование инфляции

Источник: составлено автором.

Переход развивающихся стран к более открытым финансовым рынкам в рамках стратегии экономической либерализации привел к увеличению курсовых рисков из-за несбалансированности их финансовых систем. Особую роль в этом сыграла нестабильность трансграничных потоков капитала. Во многих случаях этот переход сопровождался резкими и непредсказуемыми девальвациями национальных валют. Отказ от фиксации обменного курса во многих случаях привел к возникновению кризисов на банковских и валютных рынках. Чили стала первой среди развивающихся стран, приняв в 1990 году режим инфляционного таргетирования. В последующие годы к ней присоединились Южная Корея, Мексика, Бразилия и Колумбия, которые ввели данный режим в период 1997-1998 гг. Расширение географии применения данного режима денежно-кредитной политики свидетельствовало о высокой гибкости и адаптивности его инструментов. По результатам накопленного практического опыта его применения регуляторы продолжили оказывать влияние на процессы курсообразования, что является особенно существенным для стран с развивающимися финансовыми рынками, которые оказываются наиболее уязвимыми к внешним шокам.

Многие монетарные регуляторы применяют как косвенные, так и прямые инструменты денежно-кредитной политики для влияния на соотношение спроса и предложения на иностранную валюту на внутреннем рынке. Одним из основных инструментов стабилизации обменного курса являются валютные интервенции, которые проводятся регуляторами, включая условия сохранения плавающего валютного курса. Вместе с тем необходимо отметить, что монетарные власти не могут устанавливать цель по соотношению или динамике обменного курса в условиях инфляционного таргетирования.

Кроме того, в рамках операций на открытом рынке в условиях инфляционного таргетирования регуляторы могут осуществлять операции РЕПО в иностранной валюте. На практике такие операции применяли

центральные банки в Бразилии и на Филиппинах. Сделки «валютный своп» также распространены как инструмент управления курсообразованием. Монетарные власти Венгрии, Южной Кореи, Польши и Чили использовали данный инструмент [34]. Интересно отметить, что все эти страны являются экспортерами сырья и применяют режим инфляционного таргетирования. При этом данные страны обладают суверенными фондами благосостояния. Цель их создания с точки зрения реализации согласованной денежно-кредитной и бюджетной политики в рамках инфляционного таргетирования заключается в абсорбировании излишков валютной ликвидности от экспорта продукции нефтегазовой отрасли. Суверенные фонды благосостояния и размер их активов представлены в таблице 1.4.

Таблица 1.4 – Суверенные фонды в странах, проводящих политику инфляционного таргетирования, по состоянию на 2024 год

Наименование суверенного фонда	Активы, млн долл.	Источник	Расположение фонда
Государственный пенсионный фонд Норвегии	1 620 460	Фонд национального благосостояния	Европа
Китайская инвестиционная корпорация	1 350 715	Фонд национального благосостояния	Азия
Управление инвестиций Абу-Даби	649 176	Фонд национального благосостояния	Средний восток
Фонд национального благосостояния	137 874	Фонд национального благосостояния	Европа

Источник: составлено автором.

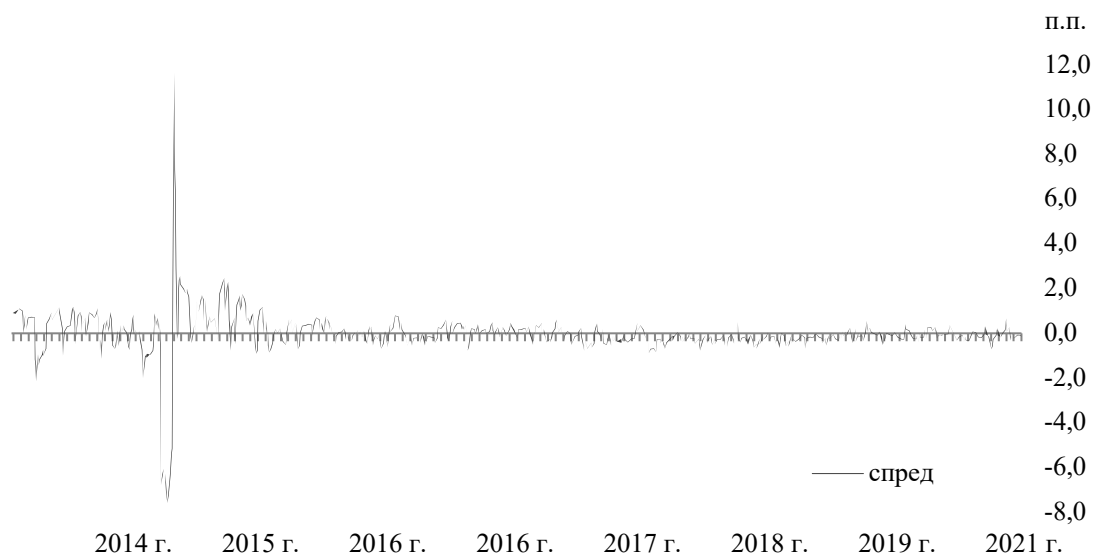
Существенный объем активов суверенных фондов благосостояния позволяет митигировать риски избыточной валютной ликвидности в условиях проведения режима инфляционного таргетирования. Важно отметить, что Банк России с 1 августа 2023 года начал дополнительно осуществлять валютные операции «зеркалирования» в рамках бюджетного правила в связи с инвестированием средств ФНБ. В рамках таких операций Министерство финансов Российской Федерации использует часть ликвидных активов в

валюте из ФНБ. При этом Банк России покупает указанную валюту за рубли и возвращает Министерству финансов рублевый эквивалент для дальнейшего инвестирования в разрешенный спектр финансовых активов. В дальнейшем Банк России обменивает полученную валюту на рублевую ликвидность на валютном рынке. Данные операции с использованием средств ФНБ позволяют минимизировать проинфляционные риски в условиях инвестирования накопленной ликвидности ФНБ.

Результаты многих исследований, в том числе Ф.С. Картаева [31], демонстрируют различные эффекты на долгосрочный реальный ВВП. Переход на применение режима инфляционного таргетирования положительно влияет на динамику реального ВВП, что отражено в приложении Г. Указанные результаты представлены в виде двух графиков, которые отражают сравнительные результаты по снижению инфляции и экономическому росту в странах, перешедших на режим инфляционного таргетирования. Указанный результат также свидетельствует о том, что данный режим снижает и закрепляет инфляционные ожидания населения и организаций, что определяет ценовую стабильность. Повышается экономическая и инвестиционная активность организаций за счет снижения ценовых и процентных рисков, а также неопределенности относительно структуры будущих расходов. Исходя из этого, увеличивается совокупное предложение, что в свою очередь, обеспечивает экономический рост. Данная взаимосвязь была подтверждена результатами исследований [57; 63], в которых отмечается отрицательное влияние высокого уровня инфляции на экономический рост, а также исследования [74], подтверждающего, что высокая ценовая неопределенность также оказывает отрицательное воздействие на динамику реального ВВП.

Для подтверждения эффективности режима инфляционного таргетирования, проводимого Банком России, отметим следующее. Операционная цель Банка России заключается в сближении однодневных

ставок денежного рынка с ключевой ставкой. Таким образом, спред между ставкой RUONIA и ключевой ставкой служит показателем эффективности использования ключевой ставки как основного инструмента денежно-кредитной политики. На рисунке 1.13 показана динамика изменений этого спреда за период 2013-2021 гг.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1.13 – Динамика спреда между КС и Ruonia в процентных пунктах

Исходя из информации, приведенной на рисунке 1.13, можно отметить, что в период 2013-2014 гг. диапазон значений спреда превышал два процентных пункта, то после перехода Банка России к режиму инфляционного таргетирования с 2015 года, спред в среднем за период уменьшился до 0,5 процентных пункта. Снижения диапазона колебаний значений спреда между ключевой ставкой и индикативной однодневной ставкой денежного рынка RUONIA свидетельствует о повышении эффективности ключевой ставки в условиях инфляционного таргетирования.

Примечание – RUONIA представляет собой индикативную взвешенную ставку однодневных рублевых кредитов (депозитов) на условиях «overnight», которая рассчитывается Банком России.

Таким образом, применение Банком России режима таргетирования инфляции, в том числе грамотно выстроенная информационная политика

позволила обеспечить снижение инфляционных ожиданий. Постепенный переход к инфляционному таргетированию оказался успешной политикой. Инфляция снизилась с более чем на 12% в 2016 году до 2,6% в 2020 году, что создало условия для ускорения долгосрочного роста экономики. В условиях повышенного инфляционного давления в 2024 году Банк России сохранил высокую ключевую ставку (21% по состоянию на 01.01.2025). Ужесточение денежно-кредитной политики имеет эффекты на динамику кредитования в разных сегментах [86]. Годовой темп роста кредитного портфеля нефинансовых организаций в ноябре 2023 года достиг 22%, однако к июлю 2024 года данный темп замедлился более чем на 2%, составив 19,7%. Максимальное значение годового прироста в сегменте корпоративного кредитования было зафиксировано в июле 2023 года на уровне 24%. При этом в июле 2024 года в условиях ужесточения денежно-кредитных условий темп прироста снизился на 5% по сравнению с 2023 годом и составил 19%. По сравнению с июлем 2024 года инфляция в октябре снизилась на 0,59% и составила 8,54%. Совокупный эффект от ужесточения денежно-кредитной политики проявится с лагом, поэтому результаты действий Банка России будут в полной мере в четвертом квартале 2025 года. Эффекты от жестких монетарных условий должны отразиться на снижении отклонении российской экономики от сбалансированной траектории роста. Повышенное давление со стороны совокупного спроса, поддерживаемое бюджетными расходами и ростом доходов населения, сказывается на ценовой динамике. Безработица в России в 2024 году находится на исторически минимальных уровнях и сохраняется напряженность на рынке труда. Это свидетельствует о превышении совокупного спроса над возможностями расширения предложения и преобладанием проинфляционных рисков на среднесрочном горизонте. В данных условиях проводимая денежно-кредитная политика обеспечит процесс дезинфляции и ценовую стабильность в условиях роста экономики России.

Глава 2

Анализ и оценка операционного механизма денежно-кредитной политики Банка России в сложившихся экономических и геополитических условиях

2.1 Результаты применения инструментов денежно-кредитной политики Банка России в сложившихся экономических и геополитических условиях и оценка полученных эффектов

Помимо исследования отклонений ключевой ставки от рыночных ставок в процессе перехода к инфляционному таргетированию, был проведен комплексный анализ эффектов от применения инструментов денежно-кредитной политики с использованием регрессионных моделей и анализа корреляционных взаимосвязей. Первое направление анализа включало оценку трансмиссии монетарного импульса через воздействие ключевой ставки на рыночные ставки. Исследовались корреляционные связи между ключевой ставкой и ставкой RUONIA, а также между ключевой ставкой и значениями MOSPRIME для различных временных горизонтов (от 1 недели до 6 месяцев).

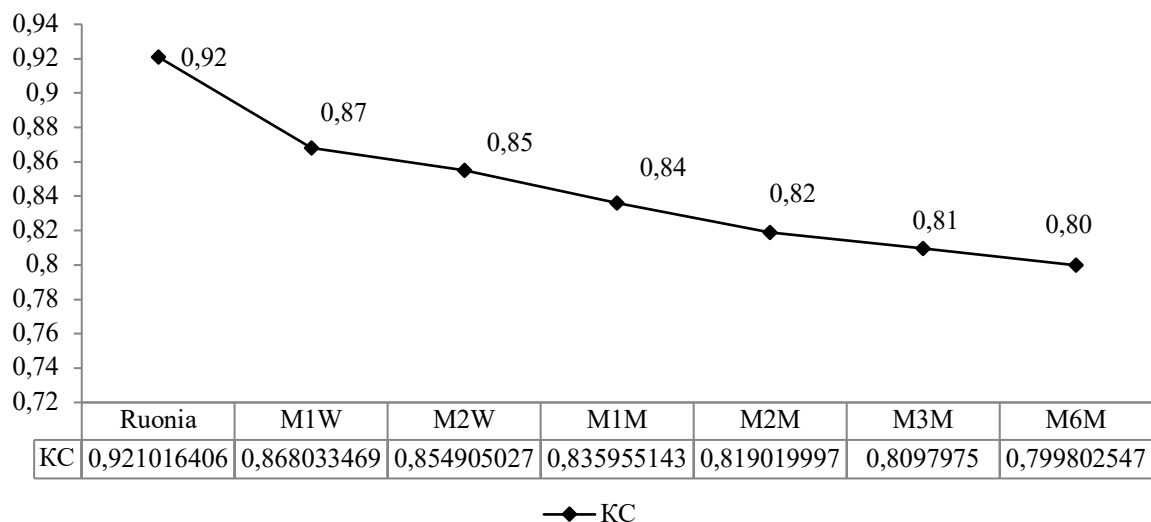
Анализируемый десятилетний период с 2013 года по 2023 год был разделен на интервалы с различными условиями. В таблице 2.1 представлена классификация выделенных временных интервалов и соответствующих им значений ключевой ставки.

Таблица 2.1 – Временные диапазоны применения ключевой ставки

Наименование	Временной интервал	Размер ключевой ставки
Ужесточение	Сентябрь 2013 г. – декабрь 2014 г.	С 5,5% до 17%
Напряжение	Январь 2015 г. – декабрь 2016 г.	С 17% до 9,75%
Стабилизация	Январь 2017 г. – февраль 2019 г.	С 9,75% до 7,75%
Ужесточение (2)	Июль 2023 г. – декабрь 2023 г.	С 7,5% до 16%
Весь период	Сентябрь 2013 г. – декабрь 2023 г.	С 5,5% до 16%

Источник: составлено автором.

На протяжении всего периода наблюдения была установлена экономически обоснованная зависимость между ключевой ставкой и ставками денежного рынка. Наиболее сильная корреляционная связь наблюдалась между ключевой ставкой и краткосрочными ставками денежного рынка. В то же время корреляционная зависимость с долгосрочными ставками денежного рынка оказалась ниже. Схожие выводы содержатся в работе [42], хотя и получены для других временных периодов. Визуализация результатов данного корреляционного анализа приведена на рисунке 2.1. При анализе взаимосвязи процентных ставок был учтен трехмесячный лаг передачи монетарных импульсов. Предусмотренный период отражает особенности ключевой ставки как инструмента косвенного регулирования и существование временных лагов между моментом изменения политики и проявлением ее результатов.

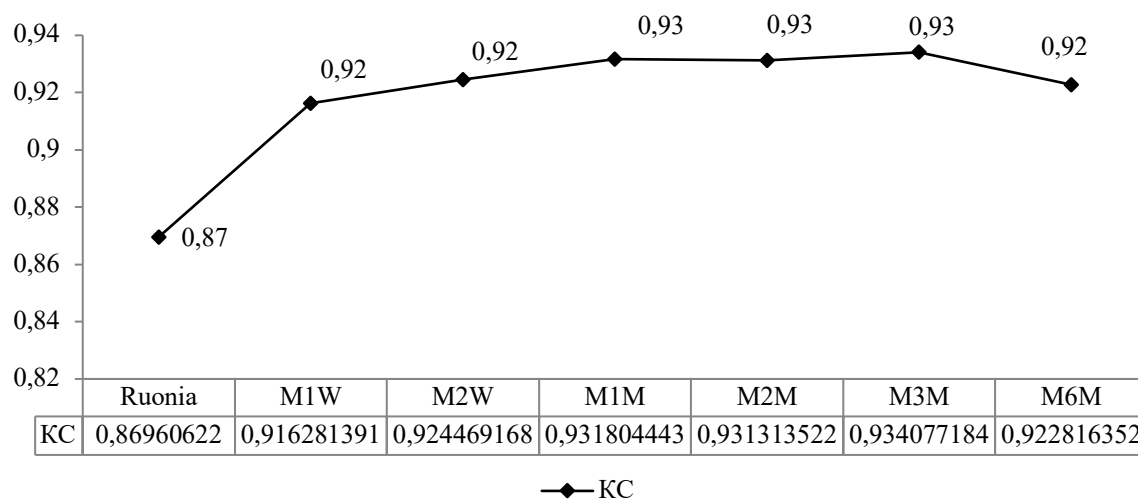


Источник: составлено автором.

Рисунок 2.1 – Коэффициент корреляции ключевой ставки и ставок денежного рынка на всем периоде исследования

В течение всего исследуемого периода значение коэффициента корреляции превышало 80%, что указывает на устойчивую зависимость между ключевой ставкой и ставками денежного рынка на различных временных горизонтах. Подобный уровень корреляции подтверждает высокое качество передачи сигнала ключевой ставки через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В период с 2013 года по 2014 год,

характеризовавшийся внешними шоками, включая политические процессы, произошло ужесточение денежно-кредитной политики. Чтобы поддержать финансовую стабильность и макроэкономическую устойчивость, Банк России постепенно повышал ключевую ставку. В этот период корреляционная связь между ключевой ставкой и ставками денежного рынка отличалась от общей картины. Важно обратить внимание, что операционный механизм денежно-кредитной политики Банка России в данный период реализовывался до момента перехода к таргетированию инфляции, что накладывает отпечаток на качество связи между ключевой ставкой и рыночными ставками МБК. Как показано на рисунке 2.2, ключевая ставка имела наиболее сильную связь со ставками MOSPRIME на сроки от одного до трех месяцев [26]. Корреляционная зависимость с краткосрочными ставками оказалась менее выраженной, что свидетельствует о лучшем понимании участниками денежного рынка решений Банка России на более длинном горизонте в условиях неопределенности. Нестабильные условия кредитования оказывали негативное влияние на краткосрочную трансмиссию через процентный канал.

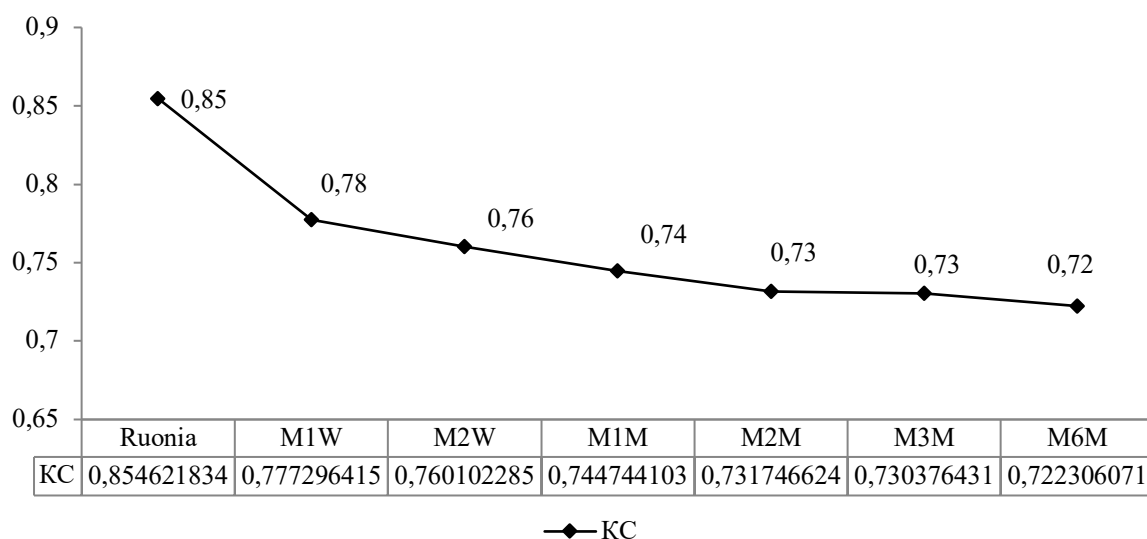


Источник: составлено автором.

Рисунок 2.2 – Коэффициент корреляции ключевой ставки и ставок денежного рынка в период с сентября 2013 года по декабрь 2014 года

В 2015-2016 годах, в условиях постепенной стабилизации после шоков 2014 года, Банк России осуществил цикл смягчения денежно-кредитной политики, постепенно снижая ключевую ставку. С 2015 года Банк России

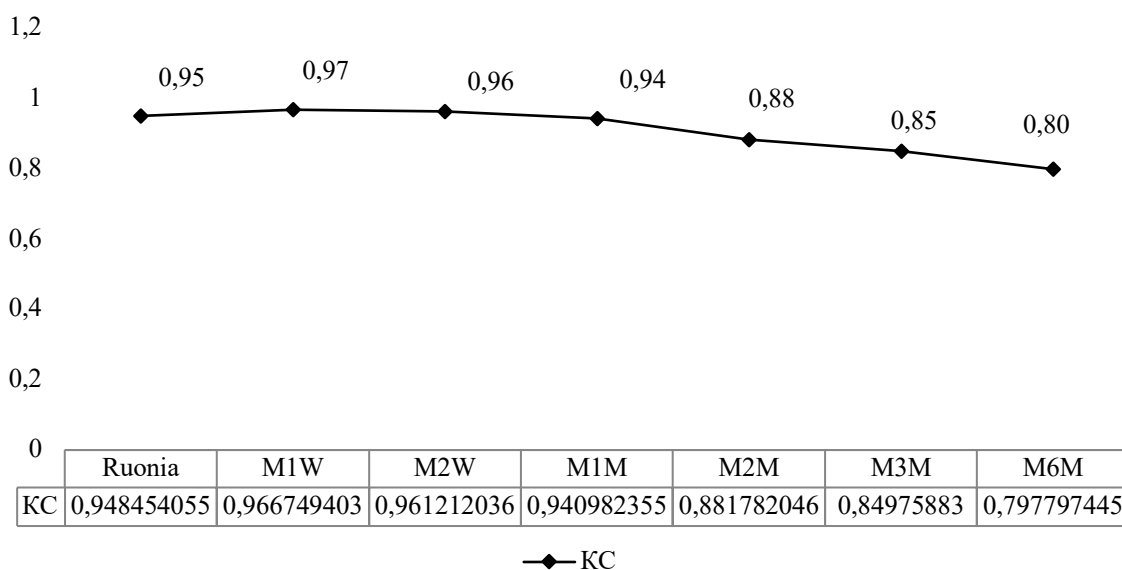
начал применять режим таргетирования инфляции, что потребовало времени для адаптации участников рынка к новым приоритетам денежно-кредитной политики. Основным приоритетом стало обеспечение ценовой стабильности. Фазы неопределенности относительно будущего курса денежно-кредитной политики Банка России привели к ослаблению корреляции между ключевой ставкой и рыночными ставками. Согласно данным рисунка 2.3 на всех временных горизонтах максимальное значение коэффициента корреляции не превышало 85%, что свидетельствует о снижении эффективности передачи сигналов через трансмиссионный механизм в периоды неопределенности. На шестимесячном горизонте коэффициент корреляции достигал 72%, что оказалось ниже показателей на других временных периодах. Для повышения эффективности работы процентного канала трансмиссии Банк России ввел механизм кредитования под залог нерыночных активов по плавающей ставке. С целью повышения гибкости регулирования валютной ликвидности был увеличен лимит до пяти миллиардов долларов на проведение операций РЕПО. Реализованные Банком России меры способствовали улучшению качества передачи монетарной трансмиссии через процентный канал в последующие периоды.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.3 – Коэффициент корреляции ключевой ставки и ставок денежного рынка в период с января 2015 года по декабрь 2016 года

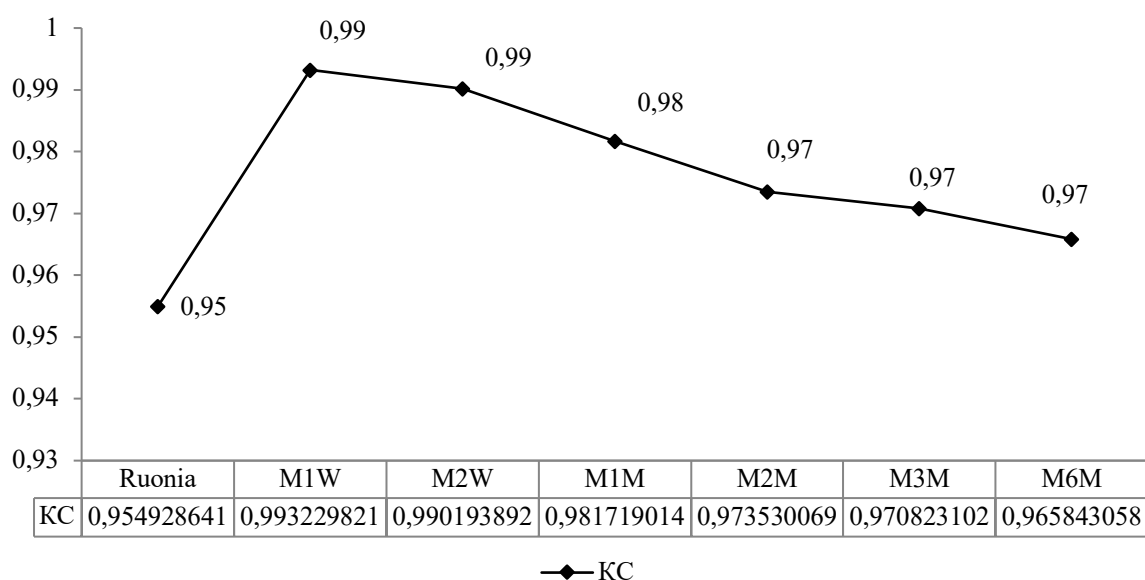
В 2017-2019 годах экономика России находилась в фазе восстановления, которая сопровождалась стабилизацией инфляционных ожиданий и их повышенной устойчивостью к внешним воздействиям и шокам. Умеренный и сбалансированный рост спроса и предложения не создавал значительных проинфляционных эффектов. Также укрепление рубля в этот период имело сдерживающее воздействие на инфляцию, которая постепенно снижалась до целевого уровня. Эти условия позволили расширить пространство для дальнейшего снижения ключевой ставки. На рисунке 2.4 отражены данные, которые демонстрируют стабильную и выраженную корреляционную зависимость между ключевой ставкой и ставками денежного рынка. Наблюдается экономически обоснованный наклон корреляционной кривой. Корреляция ключевой ставки с долгосрочными ставками оказалась ниже, чем с краткосрочными. На анализируемом временном интервале коэффициент корреляции достигал 97%, демонстрируя исключительно высокую степень взаимосвязи. Наибольшая сила связи наблюдалась между ключевой ставкой и однодневной ставкой RUONIA, а также недельной ставкой MOSPRIME, что подтверждает действенность операционного механизма и высокое качество трансмиссии, проходящую через процентный канал.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.4 – Коэффициент корреляции ключевой ставки и ставок денежного рынка в период с января 2017 года по февраль 2019 года

Последний рассматриваемый период 2023 года, названный «Ужесточение (2)», характеризовался дальнейшим ужесточением денежно-кредитной политики на фоне роста инфляции. В среднем за октябрь – ноябрь 2023 года сезонно скорректированный рост цен составил 10% в пересчете на год. По состоянию на декабрь 2023 года годовая инфляция достигла 7,1%, что оказалось близко к верхней границе прогнозного диапазона 7,0–7,5%. Инфляционные ожидания населения и предприятий также повысились и оставались высокими на протяжении всего периода. В ответ на это регулятор повысил ключевую ставку до 16%, продолжая придерживаться жестких денежно-кредитных условий для возврата инфляции в целевой диапазон в 2024 году и ее стабилизации на этом уровне. Как демонстрирует рисунок 2.5, в указанном диапазоне наблюдалась устойчивая корреляционная зависимость между ключевой ставкой и ставками денежного рынка. Значения коэффициента корреляции на всех периодах превышали 95% с достижением максимальными значений для недельных и месячных ставок MOSPRIME. Высокая корреляция месячных ставок с ключевой свидетельствует о том, что участники рынка хорошо понимают решения Банка России.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.5 – Коэффициент корреляции ключевой ставки и ставок денежного рынка в период с июля 2023 года по декабрь 2023 года

Для оценки значимости коэффициента корреляции использовался t-критерий Стьюдента. Расчетное значение определялось при последующим сопоставлении с критическим значением по формуле (2.1)

$$t_p = \frac{|r_{xy}| \times \sqrt{k}}{\sqrt{1-r_{xy}^2}}, \quad (2.1)$$

где r_{xy} – значение линейного коэффициента корреляции;

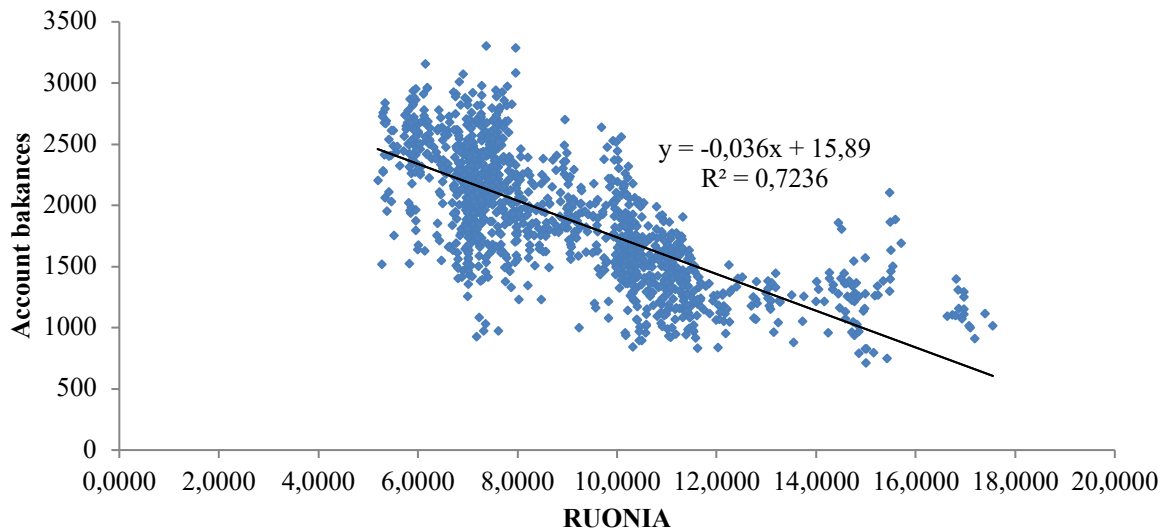
k – количество степеней свободы.

Уровень значимости коэффициента корреляции α был установлен на уровне 5%. Под уровнем значимости поднимется вероятность отвержения нулевой гипотезы. Если $t_p > t_t$, то гипотеза H_0 отвергается с вероятностью ошибки α , это свидетельствует о значимости линейного коэффициента корреляции r_{xy} и статистической существенности зависимости между результативным признаком (ставки денежного рынка) и факторным признаком (величина ключевой ставки). В результате расчета при указанном уровне значимости и $k = 244$ степенями свободы $t_t = 0,06$, $t_p = 0,23$. Учитывая, что расчетное значение $t_p > t_t$, гипотеза о статистической незначимости коэффициента корреляции была отвергнута. Таким образом, подтверждается статистическая значимость коэффициента корреляции между ключевой ставкой и ставками денежного рынка на всех рассматриваемых временных интервалах. Это свидетельствует о высоком качестве процентного канала трансмиссии и результативности использования ключевой ставки как основного инструмента денежно-кредитной политики.

Для достижения операционной цели Банк России использует различные инструменты управления объемом ликвидности. Период 2023 года характеризовался наличием структурного дефицита ликвидности. В середине декабря повысилась потребность банковского сектора в ликвидности, что определяло изменение ставок на денежном рынке. По мере увеличения

структурного дефицита ликвидности повышался объем фондирования от Банка России. В ноябре 2023 года требования Банка России к кредитным организациям составили 2876 млрд рублей, что превышает аналогичное значение в январе 2023 года на 1976 млрд рублей. Указанная динамика оказала повышательное давление на ставки и привела к тому, что ставка RUONIA во второй половине 2023 года формировалась с положительным спредом к ключевой ставке. Средний спред в ноябре 2023 года составил -20 б.п. Банк России в таких условиях постепенно сокращал лимиты недельных депозитных аукционов для высвобождения ликвидности и ее последующего направления на денежный рынок в целях удовлетворения спроса банковского сектора. В результате объем сделок на рынке, в том числе в сегменте RUONIA, увеличился. При этом по банковскому сектору сохранялся спрос на операции Банка России постоянного действия как по абсорбированию, так и по предоставлению ликвидности. При структурном дефиците ликвидности Банк России использует комплекс инструментов операционного механизма, где ключевую роль играют недельные аукционы РЕПО, обеспечивающие основной объем рефинансирования. Данные операции дополняются другими инструментами управления ликвидностью для поддержания денежного рынка в сбалансированном состоянии. Среди таких инструментов можно выделить операции постоянного действия на срок один день, рефинансирование под залог нерыночных активов, кредиты «овернайт» и валютные свопы. Данный инструментарий регулятора позволяет выполнять операционную цель при одновременном ограничении колебаний рыночных процентных ставок в пределах границ процентного коридора.

С целью анализа характера и силы взаимосвязи между объемом ликвидности, выраженной в виде остатков денежных средств на корреспондентских счетах кредитных организаций, и однодневной ставкой RUONIA было проведено регрессионное моделирование данных показателей на основе данных за период 2013-2023 гг., что отражено на рисунке 2.6.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.6 – График рассеяния и уравнение парной регрессии между объемом ликвидности и ставкой RUONIA

На всем периоде исследования регрессионный анализ выявил обратную зависимость между объемом средств на корреспондентских счетах и ставкой RUONIA с коэффициентом $-0,03$. Данное значение свидетельствует о том, что рост остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков на 1% в среднем приводил к снижению ставки RUONIA на 0,03%. Указанная зависимость подтверждает результативность политики Банка России в области управления ликвидностью банковского сектора и свидетельствует о создании необходимых и достаточных условий для эффективной реализации операционного механизма денежно-кредитной политики.

Реализация стратегии инфляционного таргетирования требует проведения оценки влияния условий денежного рынка на уровень однодневных ставок для достижения операционных целей и эффективного применения инструментов денежно-кредитной политики. В рамках действия механизма усреднения обязательных резервных требований в январе 2022 года был зафиксирован спред между ключевой ставкой и ставкой RUONIA в размере 27 б.п., что на 2 б.п. ниже показателя декабря 2021 года, когда значение составляло 29 б.п. Одновременно было зафиксировано снижение волатильности спреда с 23 б.п. до 16 б.п. За период усреднения обязательных

резервов в январе структурный профицит ликвидности банковского сектора достиг 800 млрд рублей, тогда как в феврале данный показатель сократился с 1,6 до 0,1 триллионов рублей вследствие оттока средств через бюджетный канал. В январе 2022 года, в условиях сформировавшегося структурного профицита ликвидности, кредитные организации размещали избыточные средства на межбанковском рынке по пониженным ставкам. Банк России, синхронизируя объем ликвидности с бюджетными потоками, проводил недельные депозитные аукционы с установлением пониженного лимита на привлечение остатков.

В то же время кредитные организации, не участвовавшие в аукционах, предоставляли ликвидность банкам, испытывавшим ее нехватку в связи с налоговым периодом. Несмотря на значительные объемы рефинансирования, предоставленного по фиксированной ставке, системно значимые кредитные организации продемонстрировали рост спроса на заемные средства на межбанковском рынке в конце января. Сложившаяся ситуация сопровождалась ростом концентрации нетто-заемщиков на межбанковском рынке и увеличением операционной активности на смежных сегментах – рынках РЕПО и валютных свопов. Системно значимые банки смогли привлекать финансирование от менее крупных региональных банков, завершивших выполнение резервных требований.

Указанная ситуация привела к расширению спреда между ключевой ставкой и ставкой RUONIA. С целью минимизации спреда Банк России инициировал проведение депозитных аукционов «тонкой настройки». Одновременно с этим, наблюдался отток ликвидности по бюджетному каналу. Такие платежи сократили ликвидность почти на 1 трлн рублей. Частичная компенсация оттока ликвидности была достигнута за счет поступления бюджетных средств через операции Федерального казначейства по управлению единым казначейском счетом. Тем не менее, объем оказался несколько ниже, чтобы компенсировать отток по бюджетному каналу. Объем

операций на рынке межбанковского кредитования формируется под влиянием указанных факторов и динамики спроса на ликвидность со стороны кредитных организаций. Для количественной оценки чувствительности ставки RUONIA к изменению объем торгов на межбанковском рынке были вычислены коэффициенты эластичности для соответствующих временных интервалов из таблицы 2.1. Результаты расчетов приведены в таблице 2.2.

Коэффициент эластичности ставки RUONIA по объем торгов рассчитывался на основе производной уравнения регрессии, отражающей зависимость между указанными переменными. Коэффициент эластичности позволяет определить направление и силу чувствительности изменения стоимости однодневного межбанковского заимствования в зависимости от активности рыночных операций, выраженных в виде ежедневного объема торгов на рынке межбанковского кредитования. Формула расчета коэффициента эластичности (2.2)

$$E_x(y) = y'(x) \times \frac{\bar{x}}{\bar{y}}, \quad (2.2)$$

где y – значение результативного признака (ставка RUONIA);

x – значение факторного признака (ежедневный объем торгов на рынке МБК).

Таблица 2.2 – Результат оценки силы и направления влияния объема торгов на рынке МБК на ставку RUONIA через расчет эластичности

Влияние фактора	Ужесточение	Напряжение	Стабилизация	Ужесточение (2)
Уровень значимости	Средний	Средний	Сильный	Сильный
Эластичность (объем торгов)	-0,72	-9,18	-0,04	-0,77
t-статистика	(0,0028)	(0,0124)	(0,0051)	(0,0023)
Примечание – уровень значимости «Средний» означает, что оцениваемая переменная значима на 10% уровне; уровень значимости «Сильный» означает, что переменная значима на 5% уровне.				

Источник: составлено автором.

Результаты расчетов демонстрируют устойчивую отрицательную эластичность ставки RUONIA к объему торгов на всем исследуемом периоде. Полученные значения подтверждают, что рост торговой активности на межбанковском рынке коррелирует со снижением стоимости краткосрочного фондирования. Наибольшая отрицательная эластичность была зафиксирована в период 2015-2016 годов на фоне масштабного снижения ключевой ставки и существенного смягчения условий кредитования. По всем рассматриваемым значениям было вычислено стандартное отклонение и установлен уровень статистической значимости переменных, включенных в модель. В периоды 2013-2014 годов («Ужесточение») и 2015-2016 годов («Напряжение») коэффициент регрессии влияния объема торгов на ставку RUONIA показал статистическую значимость на уровне 5%. Для периодов «Стабилизация» (2017-2018 годы) и «Ужесточение 2» (2023 год) коэффициент регрессии продемонстрировал значимость на уровне 10%, что свидетельствует о более слабой статистической значимости по сравнению с другими временными интервалами. Тем не менее, это не изменяет основных заключений проведенного анализа.

Исходя из этого, статистические данные указывают на обратную зависимость объемов торгов и значения ставки RUONIA, что подтверждает действие принципа обратного соотношения цены ресурса и объема его предложения на межбанковском кредитном рынке. Обнаруженная закономерность, имеющая экономическое обоснование, подтверждает, что на денежном рынке созданы достаточные условия для функционирования операционного механизма денежно-кредитной политики Банка России. В ситуации избытка ликвидности осуществление подобного анализа становится особенно актуальным, так как ослабленное влияние ключевой ставки на рынок объясняется низкой заинтересованностью банков в дополнительном фондировании. В таких условиях рост ставок денежного рынка в ответ на повышение ключевой ставки происходит более умеренными темпами, что

увеличивает лаги в процессе формирования сбережений и сдерживании уровня потребительского спроса. В таких условиях понадобится более сильное ужесточение денежно-кредитных условий. Таким образом, использование данного подхода позволит Банку России выявлять периоды более сильного и слабого влияния денежного рынка на ставки «овернайт» и соответствующим образом определять необходимый уровень денежно-кредитных условий и обеспечивать их за счет применения системы инструментов операционного механизма денежно-кредитной политики. После раскрытия особенностей и эволюции применения инструментов денежно-кредитной политики, необходимо более подробно раскрыть механизм передачи монетарного импульса через каналы трансмиссионного механизма.

Процентный канал занимает центральное место в системе передачи сигналов через трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Анализ экономических моделей и взаимосвязей демонстрирует, что изменение ключевой ставки служит основным способом влияния центрального банка на экономику. На рисунке 2.7 отражена схема трансмиссии процентного канала. Модель IS-LM Хикса-Хансена отражает эффекты от изменения реальных процентных ставок в экономике. В условиях жесткости цен результатом роста номинальной процентной ставки станет увеличение реальных ставок и издержек привлечения капитала, что станет фактором сокращения потребительского и инвестиционного спроса.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.7 – Схема трансмиссии процентного канала ДКП

Процентный канал иногда рассматривают как сочетание двух каналов: канала дохода и потока наличных поступлений и канала замещения. Запуск монетарного импульса по каналу дохода и наличных поступлений в случае повышения процентной ставки происходит в связи с перераспределением доходов от заемщиков, в качестве которых выступает государство, реальный сектор экономики, экономически активное население, к кредиторам, в качестве которых, например, выступают пенсионные фонды. Такой рост стоимости денег повышает благосостояние кредиторов, однако у них ниже склонность к потреблению, чем у заемщиков, в связи с чем, совокупные расходы в экономике снижаются. Во втором случае изменение процентной ставки запускает временной арбитраж. Повышение процентной ставки дестимулирует участников рынка к увеличению расходов в текущий момент времени. Расходы переносятся на более поздний период, сокращаясь на величину, соответствующую премии за отказ от текущего потребления. Это ведет к сокращению номинальных денежных остатков, внутреннего кредитования и реального ВВП.

Канал благосостояния впервые описан в гипотезе жизненного цикла Ф. Модильяни¹⁾. Сбережения или благосостояния домохозяйств выступают источником потребительских расходов в экономике. Изменение процентной ставки определяет стоимость долгосрочных финансовых активов, являющихся объектами инвестирования привлеченных ресурсов (ценные бумаги, драгоценные металлы, недвижимость). Рост ставки способствует снижению благосостояния владельцев активов за счет снижения объема сбережений и повышения скорости обращения денег в экономике.

Широкий канал кредитования или балансовый канал впервые разработан Б. Бернанке и М. Гертлером. В его основе находятся активы, являющиеся обеспечением по кредитам, предоставляемым фирмам и

¹⁾ Modigliani, F. Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data / F. Modigliani, R. Brumberg // Rutgers University Press. – 1954. – Volume 1. – P. 388-436. – ISSN 0278-5633.

домохозяйствам. Если кредитный канал эффективен, снижение ценности обеспечения не влияет на принятие решений по инвестированию.

Узкий канал кредитования или канал издержек привлечения капитала в основном связан с механизмом банковского кредитования. Данный канал трансмиссии впервые был изложен в работе Р. Руза в 1951 году, а затем раскрыт Б. Бернанке и А. Блайндером в 1988 году [49; 50]. Порядок передачи монетарного импульса посредством данного канала заключается в регулировании центральным банком объема резервов коммерческих банков. Так, в случае увеличения процентной ставки сокращается объем активов банковского сектора за счет снижения объема выдаваемых кредитов. Предприятиям реального сектора экономики, а также домохозяйствам, находящимся в зависимости от кредитных ресурсов, приходится секвестрировать свои расходы, в первую очередь на инвестиционные цели и цели расширения производства.

В этой связи важно отметить связь между степенью развития финансового рынка и качеством передачи монетарных импульсов через трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики [91]. Влияние решений в области кредитно-денежной политики на национальную экономику осуществляется через финансовый рынок. Хорошо развитый финансовый рынок повышает эффективность перераспределения финансовых ресурсов с помощью инструментов денежно-кредитной политики регулятора. В результате создаются условия для увеличения инвестиционного спроса и потенциального ВВП. Аккумулирование и перераспределение финансовых ресурсов происходит посредством депозитно-кредитных операций, ценных бумаг, производных финансовых инструментов.

Общепризнано, что финансовая система, финансовые рынки играют важную роль, обеспечивая трансформацию сбережений в инвестиции. Без развитого и стабильного финансового сектора экономика не может расти устойчивыми темпами. Сегодня доля финансового сектора и в ВВП, и в

структуре занятости в России меньше, чем в других «крупных» странах, что отражено в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Доля занятых в финансовом секторе и доля финансового сектора в ВВП по странам по состоянию на 01.01.2022

В процентах

Страна	Доля финансового сектора в ВВП	Доля занятых в финансовом секторе в структуре экономически активного населения	Страна	Доля финансового сектора в ВВП	Доля занятых в финансовом секторе в структуре экономически активного населения
Великобритания	6,8	4,1	Япония	4,2	2,8
Германия	3,7	3,0	Бразилия	6,5	-
Италия	4,8	2,8	Индия	5,7	-
США	7,6	6,8	Китай	5,4	4,5
Франция	3,9	3,3	Россия	3,0	2,3

Источник: составлено автором.

Следовательно, можно сделать вывод об ограниченной возможности российского финансового сектора, который сравнительно мал по сравнению с рынками других стран, по обеспечению реального сектора экономики капиталом. Доля России в глобальных финансовых активах (активы банков, долговые инструменты) не превышает 1%. Это отражено в приложении Д.

Вместе с тем в рейтинге глобальных финансовых центров The Global Financial Centers Index за сентябрь 2023 г. Москва занимала 41 место из 115 (62 из 111 в сентябре 2020 г.)¹⁾. В контексте вложения инвестиций в экономику необходимо отметить сокращение новых публичных выпусков акций (IPO/SPO) в течение ряда предшествующих лет, что отражено в приложении Е. За 2018 год не было проведено ни одного IPO на российском рынке. В 2019 году проведено одно IPO и несколько SPO на сумму около 1 млрд долларов. При этом за 2023 год произошли размещения семи компаний, которые начали торговаться на Московской бирже.

¹⁾ The Global Financial Centers Index : сайт. – URL: <https://ceoworld.biz/2023/04/20/international-financial-centers-ranking-2023>. – Текст : электронный (дата обращения: 01.05.2025).

В институциональном плане российский рынок характеризуется банкоцентричностью, при этом небанковские финансовые институты занимают незначительную долю рынка финансовых услуг. Косвенно об этом говорит структура активов финансовых институтов. В России по результатам 2023 года на банки (включая центральный банк) приходится 89% всех активов финансовых институтов, что представлено в приложении И, а также в приложении К. В это время в мировой экономике банки и центральные банки имеют долю менее 60%. При абсолютном доминировании банков в структуре финансовых активов российские банки по международным масштабам не являются лидерами. В приложении М отражена данная структура. Инвестиционные фонды, которые во многих странах аккумулируют сбережения населения объемом в несколько десятков процентов от ВВП, в России в 2023 году имели активы, составлявшие менее 1% ВВП.

Негосударственные пенсионные фонды, которые в начале 2000-х гг. были призваны стать источником «длинных денег», в силу приостановки пенсионной реформы и неопределенности ее дальнейшего развертывания, по-прежнему смогли мобилизовать сравнительно небольшой объем финансовых ресурсов – около 4% ВВП. Вместе с тем, как положительную тенденцию следует отметить, что, несмотря на небольшие размеры, финансовый сектор в России в целом развивается по восходящему тренду. Для решения задачи формирования «длинных денег» в экономике и их мобилизации через финансовые институты были реализованы следующие направления:

- повышена привлекательность рынка долевого финансирования;
- запущена системная работа по внедрению Кодекса корпоративного управления в публичных акционерных обществах;
- проведены меры для развития рынка долговых инструментов и синдицированного кредита;
- осуществлен переход на использование национальных кредитных рейтингов.

Одним из направлений деятельности регулятора является развитие инструментов финансирования инвестиционных проектов, доступных как российским, так и иностранным инвесторам. В частности, развитие мезонинного финансирования создает основу для наполнения экономики долгосрочными финансовыми ресурсами [96]. В Банке России создан Экспертный совет по рынку долгосрочных инвестиций, подготовивший ряд важных программных документов по развитию в России инструментов и институтов финансирования инвестиций.

Дополнительно, в 2023 году Банк России ввел специальные меры по стимулированию кредитования проектов, направленных на развитие технологического суверенитета и структурную адаптацию экономики. Применение стимулирующего регулирования закреплено в Указании Банка России от 06.06.2023 № 6436-У и Указании Банка России от 06.06.2023 № 6443-У. Такое регулирование позволит кредитным организациям, обладающим универсальной лицензией, снизить нагрузку на капитал по кредитам, выданным на реализацию проектов, критерии которых определены Правительством Российской Федерации¹⁾. Снижение нагрузки на капитал по кредитам на указанные проекты может составлять до 70% от стандартной величины кредитного риска в зависимости от категории проекта и кредитного качества ссуды в соответствии с национальными кредитными рейтингами.

Средства населения, поступающие в последние три года на финансовый рынок (исключая депозиты), размещаются в практически не изменившийся пул российских акций, а также в облигации, «коммодитиз» (товарные фьючерсы). Прямое финансирование по-прежнему в России является исключением, нежели правилом, так что среди источников финансирования

¹⁾ Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации: [Постановление Правительства Российской Федерации от 15.04.2023 № 603] – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_444820/ (дата обращения: 12.01.2024). – Текст : электронный.

инвестиций бизнес опирается преимущественно на собственные средства, использует межфирменные каналы перераспределения ресурсов, рассчитывает на участие государственного бюджета. При этом и банковское кредитование составляет в источниках финансирования инвестиций в среднем не более 10% от суммы из всех источников финансирования.

Таким образом, на текущий момент прослеживается потребность в развитии потенциала финансового сектора в обеспечении экономики долгосрочными финансовыми ресурсами для обеспечения достижения национальных целей развития страны, а также повышения качества трансмиссии денежно-кредитной политики.

В целях совершенствования и оптимизации процесса формирования долгосрочных сбережений граждан с 01.01.2024 запущена программа долгосрочных сбережений. Для участия в программе необходимо заключить договор с негосударственным пенсионным фондом. В рамках данной программы предусматривается государственное софинансирование взносов в пределах 36 тыс. рублей в год в течение трех лет вступления в программу, а также специальный налоговый вычет до 52 тыс. рублей ежегодно в случае уплаты взносов до 400 тыс. руб. Использовать накопленные средства возможно по истечении 15 лет действия договора на дополнительные периодические выплаты или при достижении возраста 55 лет для женщин и 60 лет для мужчин. Внесенные средства граждан будут застрахованы государством на сумму 2,8 млн рублей, что в два раза больше, чем по банковским вкладам. Реализация данной программы позволит увеличить объем долгосрочных источников финансирования.

Помимо этого, реализацию решений Банка России по денежно-кредитной политике, особенно в части управления инфляционными ожиданиями, осложняет недостаточный уровень финансовой и цифровой грамотности населения. Последнее не менее важно по той причине, что цифровые каналы становятся сегодня основными каналами коммуникации в

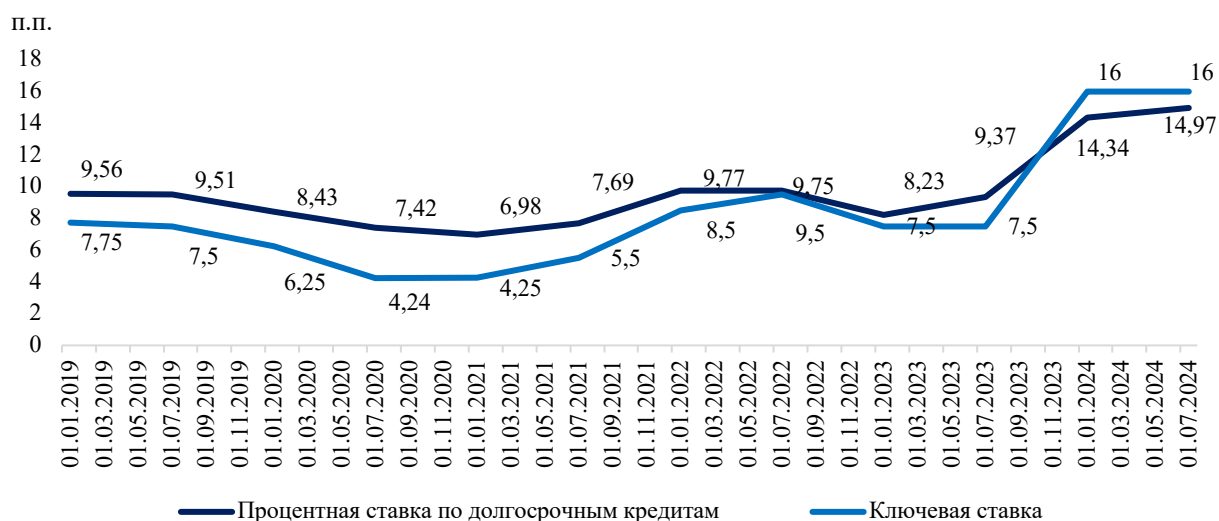
цепочке «клиент – посредник», а оставляемые людьми «цифровые следы» – одним из важнейших информационных ресурсов для компаний финансового сектора.

Опрос аналитического центра НАФИ [97; 100] показал, что высокому уровню цифровой грамотности удовлетворяют только 27% россиян, а финансовая грамотность высокого уровня, по результатам многочисленных замеров, проводимых в разных странах, не превышает 10-15%. В этой связи в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024-2025 гг. закреплено, что необходимым условием для привлечения инвестиций является защита интересов инвесторов посредством повышения финансовой грамотности и доступности, проведения постоянного информирования населения об изменениях, происходящих в финансовой системе страны с учетом текущих вызовов. Новые инструменты для проведения информационной политики Банком России будут рассмотрены в главе 3.

Финансовый рынок России в сложившихся обстоятельствах адаптируется в целях восполнения дефицита капитала за счет привлечения средств внутренних инвесторов. По результатам 2022 года инвестиции в основной капитал увеличились на 3,3% по сравнению с 2021 годом и составили 27,8 трлн рублей. Капитализация фондового рынка по состоянию на 1 октября 2023 года достигла 49,1 трлн рублей, что на 21,1% больше, чем в 2022 году. Это указывает на положительную динамику инвестиций и развития финансового рынка [99]. В июле 2023 года была зафиксирована рекордная активность частных инвесторов, которая впервые с 2022 года превзошла порог в три млн человек. Следует отметить, что российские инвесторы начали замещать иностранные ценные бумаги на бумаги российских эмитентов. Это связано с санкциями, которые затронули банки, брокеров и национальный расчетный депозитарий в зарубежной инфраструктуре. Так, если в 2020 году значительная часть средств была направлена на приобретение ценных бумаг

иностранных эмитентов, что отмечено представителями мегарегулятора как негативный фактор, то в 2023 году самыми популярными активами на фондовом рынке среди российских частных инвесторов стали обыкновенные и привилегированные акции Сбербанка (29,9% и 7,6% соответственно), Газпрома (17,6%), ЛУКОЙЛа (12%). Несмотря на сдерживающие факторы, стратегия развития финансового рынка, реализуемая Банком России, наряду с целью денежно-кредитной политики, обеспечивает возможность получения заемного финансирования для широкого круга экономических агентов.

Скорость прохождения сигналов денежно-кредитной политики через трансмиссионный механизм к экономическим переменным находится в прямой зависимости от развития и глубины финансового рынка [90]. Поэтому развитость финансового рынка определяет качество реализации денежно-кредитной политики, операционной целью которой является приведение ключевой ставки Банка России в соответствие с однодневными ставками денежного рынка, являющимися базой для формирования ставок по операциям на более длительных сроках. Расширение линейки финансовых продуктов и возможностей доступа экономических субъектов на финансовый рынок, приведенные выше, а также повышение качества процедур оценки заемщиков [88], позволяет повысить качество передачи сигнала от изменения ключевой ставки в экономику, что отражено на рисунке 2.8. В условиях развитости финансового рынка рыночные ставки быстрее отражают изменение ключевой ставки за счет более оперативной подстройки относительных цен. Ценообразование банковских продуктов на разных сроках за счет обеспечения стабильного спроса на финансовые продукты, механизма ценовой конкуренции будет способствовать снижению спредов между ставками на разных сроках трансфертной кривой. Исходя из информации, приведенной на графике, можно сделать вывод о сокращении спреда между ключевой ставкой и средневзвешенной ставкой по кредитам нефинансовым организациям свыше одного года на всем исследуемом периоде.



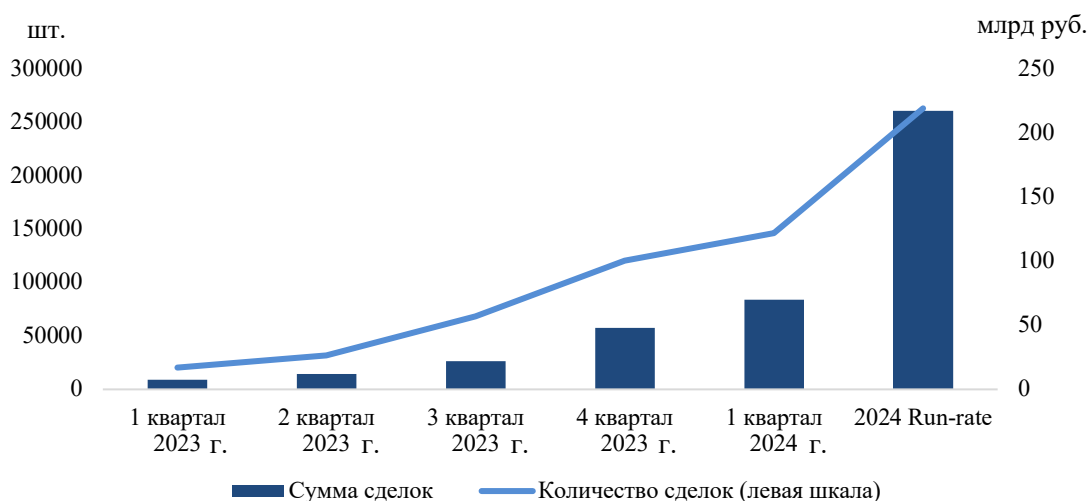
Источник: составлено автором.

Рисунок 2.8 – Динамика долгосрочных процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям и ключевой ставки

Учитывая, что в начале трансфертной кривой процентных ставок находится однодневная ставка рынка межбанковского кредитования RUONIA, данный факт свидетельствует о повышении качества передачи импульса изменения ключевой ставки по процентному каналу трансмиссионного механизма, в том числе за счет роста капитализации и развития инфраструктуры финансового рынка России. Исходя из этого, построение надежного и ликвидного финансового рынка позволяет Банку России достигать операционных и стратегических целей денежно-кредитной политики. Отдельное внимание стоит обратить на влияние цифровизации на передачу сигнала от изменения ключевой ставки. Развитие и улучшение сервисов онлайн-банкинга способствует ускорению заключения сделок и обострению конкуренции между кредитными организациями. Использование онлайн-банкинга и мобильных приложения позволяют потребителям быстрее реагировать на изменения процентных ставок, сравнивать предложения и менять условия обслуживания. Наблюдается существенный прирост объема сделок через ОФП на российском финансовом рынке.

Примечание – Крупнейшими операторами финансовых платформ являются ПАО Московская Биржа, АО ВТБ Регистратор, АО «Финансовый Маркетплейс Сравни.ру», АО «Банки.ру Маркетплейс».

По состоянию на 20.12.2024 в реестр ОФП Банка России внесены 9 организаций. По сравнению с 2023 годом количество ОФП увеличилось вдвое. Наблюдается активный прирост сделок, осуществляемых посредством ОФП. В 2022 году объем сделок превысил показатели 2021 года в 7 раз. В 2023 году несмотря на более высокую базу годовой прирост составил более 150% и достиг 47 млрд руб. На рисунке 2.9 представлено количество и сумма заключенных сделок на финансовых платформах. Особенно активно инструменты краудлендинга пользуются спросом у субъектов МСП. В 2023 году их доля в общей структуре финансирования составила 91% [89]. Объем привлеченных средств с использованием ОИП в 2023 году составил 31 млрд руб., что составляет 0,2% от общего объема выданных кредитов субъектам МСП в 2023 году.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.9 – Динамика количества и объема сделок, совершенных с использованием финансовых платформ

Простые скоринговые процедуры повышают привлекательность данного инструмента у заемщиков. При этом ценообразование на кредитные продукты, реализуемые через ОИП, осуществляется в соответствии с правилами ОИП.

Примечание – Согласно пункту 5.3 Правил инвестиционной платформы «Поток» (включена в реестр ОИП Банка России от 30.06.2020) все существенные условия договора займа, включая срок займа, плату за пользование займом, порядок возврата указываются в инвестиционном предложении заемщика, которую ОИП предоставляет инвесторам.

Средневзвешенная ставка по кредитам крупнейшей краудлендинговой платформы ООО «ДжетЛенд» (по состоянию 01.12.2024 занимает 47% объема краудлендингового фондирования) в марте 2024 года составляла 25,12%. Вместе с тем, по данным Банка России средневзвешенная процентная ставка по кредитам нефинансовым организациям за тот же период составила 17,24%. Несмотря на различный профиль рисков заемщиков и кредиторов, преобладание качества заемщиков на краудлендинговых платформах субъектов МСП, наблюдается существенный спред ставок между традиционным банковским кредитованием и привлечением фондирования с использованием альтернативных каналов кредитования. Кроме того, ОИП не является участником системы рефинансирования Банка России, что свидетельствует о меньшей чувствительности данного инструмента к параметрам операционного механизма. Это обуславливает необходимость учета динамики и параметров кредитования посредством краудлендинга для повышения качества трансмиссии ставки политики на денежно-кредитные условия в экономике.

2.2 Анализ и оценка трансмиссионного и операционного механизмов денежно-кредитной политики в условиях внедрения цифрового рубля

Особую важность представляет оценка последствий внедрения цифрового рубля в качестве формы цифровой валюты Центрального банка (далее – ЦВЦБ) для реализации денежно-кредитной политики, включая его влияние на операционный и трансмиссионный механизмы. ЦВЦБ формируют основу для новой экосистемы расчетов, где платежные операции могут быть автоматизированы и надежно защищены. Благодаря использованию технологии блокчейн и криптографии становятся возможными цифровые формы денег, сочетающие безопасность и операционную эффективность, что соответствует растущему спросу на электронные платежные решения. В этом

контексте ЦВЦБ являются одним из примеров таких форм, обеспечивая новый уровень удобства и надежности в финансовых операциях.

ЦВЦБ и их влияние на денежно-кредитную политику и финансовую стабильность представляют собой объект исследования для ученого сообщества. Аспекты влияния ЦВЦБ на финансовую доступность и стабильность, а также денежно-кредитную политику раскрываются в работах Д.А. Кочергина и А.И. Янгировой [32], А.Б. Фиापшева [44], С.Е. Дубовой и И.В. Балалаева [29]. Выпуск ЦВЦБ в настоящее время обусловлен различными мотивами. Они включают в себя повышение эффективности и совместимости платежей в цифровом пространстве, стремление к диверсификации денежного обращения и уменьшению зависимости от доллара, расширение инструментария денежно-кредитной политики для более гибкого реагирования на экономические изменения, а также геополитические мотивы, в том числе создание условий для многополярного финансового и технологического уклада.

Кроме того, важной предпосылкой для развития ЦВЦБ стало усиление конкуренции между странами в глобальной экономике. Внедрение ЦВЦБ может стать одним из способов привлечения инвестиций. Также ЦВЦБ способствуют развитию финансовой инклюзии. Цифровые валюты могут стать доступными даже тем слоям населения, которые ранее были исключены из банковских услуг. Это способствует более равномерному распределению финансовых возможностей в обществе. В этой связи реализация цифрового рубля должна предусматривать офлайн-режим расчетов [101], в котором пользователь сможет совершать основные виды операций, такие как оплата покупки в магазине или перевод средств другому пользователю без доступа к сети Интернет, в том числе за счет применения технологии NFC.

Примечание – «Near Field Communication» представляет собой «коммуникацию ближнего поля» или «связь ближнего действия». Это означает, что устройства, которые поддерживают технологию и находятся близко друг к другу, могут обмениваться данными без проводов, подключения к интернету или сопряжения по Bluetooth.

Развитие цифровой экономики требует бесшовного взаимодействия цифровых сервисов государства и бизнеса, а также дальнейшей цифровизации платежной инфраструктуры. Как отметил Президент Российской Федерации В.В. Путин, «цифровая экономика – это уклад жизни, новая основа для развития системы государственного управления, экономики, бизнеса, всего общества». В этой связи ЦВЦБ становятся неотъемлемой частью финансовых систем. Согласно позиции некоторых исследователей, ЦВЦБ являются цифровыми активами, выпускаемыми центральным банком с целью облегчения платежей на розничном и оптовом уровнях [102]. Альтернативная точка зрения определяет их как форму денег, которая функционирует через цифровые устройства и обладает универсальной доступностью. Согласно исследованиям Банка международных расчетов, ЦВЦБ приравниваются к цифровым денежным средствам центрального банка в качестве своего обязательства [51]. Все указанные определения связывают ЦВЦБ с определенной формой денег, а также акцентируют внимание на обеспечении поддержания их платежеспособности центральным банком.

Таблица 2.4 – Сравнительная характеристика ЦВЦБ и иных форм денег

Параметры сравнения	Наличные деньги	ЦВЦБ	Депозитные деньги
1	2	3	4
Источник обязательства	Центральный банк	Центральный банк	Коммерческий банк
Сущность эмиссии	Физический объект стоимости	Цифровая форма (запись на счетах центрального банка)	В электронной форме (запись на счетах коммерческого банка)
Принцип анонимности	Да	Нет (контроль проводимых операций)	Нет (учет правовых ограничений в части банковской тайны)
Универсальность платежного средства	Да (учет лимитов на максимальную сумму наличных расчетов)	Ограниченная (возможность установить параметры целевого использования)	Да (учет наличия платежно-расчетных сервисов у экономических агентов)

Продолжение таблицы 2.4

1	2	3	4
Потенциальные риски	Порча, потеря, подделка и мошенничество	Киберриск и мошенничество	Киберриск и мошенничество, риск потери платежеспособности и ликвидности
Покупательная способность	Без ограничений	Без ограничений	Страхование вкладов (размер, определенный законом)
Начисление процентов	Не предусмотрено	Не предусмотрено (потенциально возможно)	Возможно, устанавливается коммерческим банком

Источник: составлено автором.

Приведенные определения подчеркивают статус ЦВЦБ в качестве формы денег. По нашему мнению, ЦВЦБ можно охарактеризовать как цифровую форму фидуциарных денег, эмитируемую центральным банком в качестве обязательства, номинированную в национальной валюте и функционирующую как средство обмена, платежа и накопления [23].

Сравнительный анализ различных форм денег представлен в таблице 2.4. Как демонстрирует опрос Банка международных расчетов, проведенный среди 86 центральных банков, интерес к ЦВЦБ носит общемировой характер [51]. Количество центральных банков, вовлеченных в работу с цифровыми валютами, увеличилось до 93% по сравнению с 65% в 2017 году [104]. Данный рост обусловлен значительным влиянием пандемии COVID-19. Первыми странами в развитии ЦВЦБ стали Швеция и Китай. Особенный научный интерес представляет опыт Китая, где проект цифрового юаня находится на завершающей стадии. С одной стороны, китайский проект цифрового юаня находится в числе немногих инициатив ЦВЦБ, достигших заключительной стадии реализации. С другой стороны, он представляет уникальный случай благодаря беспрецедентным географическим масштабам и демографическим характеристикам страны.

Во-первых, проект цифрового юаня является одним из немногих проектов реализации ЦВЦБ, находящихся на финальной стадии разработки. Во-вторых, ЦВЦБ Китая является уникальным примером по своим географическим и демографическим параметрам. В-третьих, проект ЦВЦБ Народного Банка Китая имеет достаточно длинный горизонт своего развития. Китай начал развивать новую цифровую форму национальной валюты более 8 лет назад.

В целях поступательного развития ЦВЦБ необходимым является проработка дизайна цифровой валюты, которая в большой степени отражает функциональность и потребительские свойства такой формы денег. Дизайн ЦВЦБ состоит из архитектуры новой формы денег, инфраструктуры, обеспечивающей ее реализацию, доступность для пользователей и конвертируемость. В этой связи особенностями дизайна реализованного цифрового юаня, которые можно использовать при эмиссии цифрового рубля, являются:

- комбинированность платежного инструмента. Цифровой юань сочетает в себе характеристики наличной валюты и цифровых токенов, за счет чего является более гибким, безопасным и дешевым платежным средством, чем традиционная форма юаня;
- нулевая доходность на остатки. Цифровой юань входит в структуру денежной массы. Представляя собой элемент денежной базы, которая состоит из наличных денежных средств в обращении, остатки средств в цифровом кошельке клиента не предполагают возможность начисления процентов;
- минимальные транзакционные издержки. В процессе осуществления расчетов с использованием цифрового юаня регулятор Китая не взимает плату за услуги обмена и организацию платежей с операторов платежных услуг;
- ограниченная анонимность. Цифровой юань поддерживает анонимность в расчетах с использованием небольших сумм, но обеспечивает контролируемость при совершении крупных сделок. Вместе с тем, по данным

Национального Банка Китая при реализации цифрового юаня большое внимание уделяется безопасности и защите информации. Благодаря использованию цифрового юаня регуляторы получили возможность анализировать данные о хозяйственной деятельности субъектов, их транзакциях и остатках на цифровых кошельках. Такой мониторинг способствует более эффективному управлению объемом денежной массы и уровнем процентных ставок.

Представленная Банком России в апреле 2021 года Концепция цифрового рубля (далее – Концепция) [106] установила базовые параметры дизайна, схему выпуска и обращения, а также дорожную карту и этапы внедрения цифровой национальной валюты. Согласно данной Концепции было предложено четыре варианта моделей реализации проекта российского цифрового рубля.

Примечание – В качестве концепции цифрового рубля были представлены оптовая одноуровневая модель, розничная одноуровневая модель, розничная двухуровневая модель с ролью финансовых организаций как транзитных агентов, розничная двухуровневая модель с ролью финансовых организаций как участников расчетов.

На основе изучения преимуществ каждой из предложенных моделей и с учетом обратной связи от респондентов было принято решение о реализации двухуровневой розничной модели. Данный вариант получил приоритетную поддержку более 84% участников благодаря оптимальному учету потребностей населения и бизнеса. Альтернативные модели не вызвали достаточного интереса.

Двухуровневая розничная модель предполагает, что Центральный банк Российской Федерации согласно Положению от 03.08.2023 № 820-П в качестве оператора платформы цифрового рубля обеспечивает открытие цифровых кошельков для кредитных организаций, проводит транзакции в цифровых рублях и осуществляет надзор за выполнением регламента и правил платформы. При этом остатки средств на цифровых кошельках клиентов не входят в структуру баланса кредитных организаций. Важной

особенностью является отсутствие процентных начислений на остатки. Учитывая природу требований данной формы денег, в случае банкротства финансовой организации клиент может воспользоваться ими через приложение любой другой финансовой организации, в которой он является клиентом.

В целях обеспечения безопасности транзакций с использованием цифрового рубля Банком России разработан программный модуль, который будет обеспечивать защиту при открытии и закрытии цифрового кошелька, проведения операций оплаты и обмена цифровыми рублями.

Анализ влияния ЦВЦБ на денежно-кредитную политику требует изучения ее свойств. Как обязательство центрального банка, цифровая валюта характеризуется минимальным риском. Следовательно, можно сделать вывод, что возможным является ситуация изменения структуры денежной массы, а именно частичное замещение наличных и депозитных денег. Этому процессу будет способствовать тот факт, что наличные средства и депозитные деньги на счетах коммерческих банков не являются полностью взаимозаменяемыми. Как показано на диаграмме Венна на рисунке 2.10 существующие фидуциарные формы денег не обладают всей совокупностью трех ключевых свойств, в отличие от ЦВЦБ, что подтверждает их ограниченное взаимное замещение.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.10 – ЦВЦБ как особая форма фидуциарных денег

Диаграмма демонстрирует, что ЦВЦБ обладают всеми ключевыми свойствами денег, в отличие от традиционных форм денег. Они обеспечивают универсальную доступность для широкого круга пользователей, эмитируются центральным банком и существуют в электронной форме. Благодаря этим характеристикам ЦВЦБ обладают конкурентными преимуществами перед депозитными деньгами коммерческих банков, что может привести к постепенному замещению банковских депозитов ЦВЦБ.

Использование цифрового рубля будет осуществляться в рамках двухуровневой модели финансовой системы. Такой механизм реализации цифрового рубля предполагает продолжение применения стандартных инструментов денежно-кредитной политики. Данный процесс приведет к изменению структуры денежных агрегатов через увеличение доли денежной базы, так как цифровой рубль является компонентом агрегата М0. Введение цифровой валюты может скорректировать набор инструментов денежно-кредитной политики, однако существенно не затронет условия и процесс реализации операционного механизма.

Вследствие потенциального перемещения части банковских пассивов в цифровые рубли и роста потребности кредитных организаций в долгосрочной ликвидности в рамках процедур управления фондированием, может произойти изменение структуры инструментов операционного механизма денежно-кредитной политики. Это может выразиться в частичном замещении краткосрочных операций более длительными, в частности аукционами на 3-12 месяцев.

В связи с тем, что начисление процентных ставок на остатки в цифровом рубле не предполагается, использование данной цифровой валюты не повлияет на нижнюю эффективную границы процентной ставки («effective lower bound»). Данный уровень обозначает величину ключевой ставки, ниже которой ее дальнейшее снижение перестает дополнительно влиять на

макроэкономические показатели вследствие ограничений в трансмиссионном механизме. Существование нижней границы эффективности обусловлено склонностью экономических агентов переводить средства в наличность при отрицательных процентных ставках. Эта проблема остается значимой и учитывается при реализации экспансионистской денежно-кредитной политики в развитых экономиках [80].

Примечания

- 1 Начисление процентных ставок на остатки в цифровом рубле не предусмотрено методическими документами Банка России и параметрами платформы цифрового рубля.
- 2 Предполагаемый лимит пополнения кошелька с цифровыми рублями составляет 300 тыс. руб. в месяц.

Вместе с тем, в целях сохранения пассивной базы и минимизации перетока средств клиентов в цифровой рубль коммерческие банки будут более оперативно изменять ставки начисления на текущие счета, депозитные ставки и ставки по другим банковским продуктам в целях сохранения имеющихся преимуществ депозитных денег в части возможности заработка на остатках. Это будет способствовать более быстрой подстройке процентных ставок как на межбанковском рынке, так и по долгосрочным депозитно-кредитным продуктам. Таким образом, регулирование процентных ставок по остаткам средств клиентов в условиях обращения цифрового рубля может сократить временные лаги и расширить инструментарий органов денежно-кредитного регулирования, в частности в условиях, когда необходимо сформировать дополнительные стимулы для роста экономики.

Перевод средств со счетов коммерческих банков в цифровой рубль способен повлиять на состояние их ликвидности. В связи с этим Банку России потребуется постоянно отслеживать состояние ликвидности банковской системы и при необходимости предоставлять дополнительное финансирование через операционный механизм, учитывая, что часть пассивной базы кредитных организаций будет размещена на финансовом рынке в цифровых рублях [23].

Структура баланса центрального банка и клиентов претерпит изменения вследствие конвертации наличных денежных средств в цифровой рубль. Объем балансов указанных агентов при этом останется неизменным. Балансы коммерческих банков также не претерпят изменений, поскольку центральный банк будет выполнять операционные функции по конвертации наличных средств в цифровые рубли. В таблице 2.5. отражена данная взаимосвязь.

Таблица 2.5 – Структура балансов при конверсии наличных денег в цифровой рубль

Баланс лица		Баланс коммерческого банка		Баланс центрального банка	
Активы	Пассивы	Активы	Пассивы	Активы	Пассивы
Депозиты	Прочее	Кредиты	Депозиты	Операции	Корсчета
ЦВЦБ +100 рублей		Корсчета	Кредиты ЦБ	Прочее	ЦВЦБ +100 рублей
Наличные -100 рублей		Прочее	Капитал		Наличные - 100 рублей
Баланс	Баланс	Баланс	Баланс	Баланс	Баланс

Источник: составлено автором по материалам [106].

При пополнении счета клиента в цифровом рубле из безналичных средств с его счета в коммерческом банке произойдет сокращение активов и пассивов данного банка. Уменьшение пассивов будет обусловлено снижением остатка на клиентском счете, а активов – за счет снижения остатков на корреспондентском счете в центральном банке. В таблице 2.6. отражена данная взаимосвязь.

Таблица 2.6 – Структура балансов при конверсии депозитных денег в цифровой рубль

Баланс лица		Баланс коммерческого банка		Баланс центрального банка	
Активы	Пассивы	Активы	Пассивы	Активы	Пассивы
Депозиты - 100 рублей	Прочее	Кредиты	Депозиты - 100 рублей	Операции	Корсчета - 100 рублей
ЦВЦБ + 100 рублей		Корсчета - 100 рублей	Кредиты ЦБ	Прочее	ЦВЦБ +100 рублей
Наличные		Прочее	Капитал		Наличные
Баланс	Баланс	Сальдо - 100 рублей	Сальдо - 100 рублей	Баланс	Баланс

Источник: составлено автором по материалам [106].

Переток средств клиента между активами произойдет без изменения общей валюты баланса, тогда как у центрального банка аналогичное изменение отразится только на стороне пассива. Коммерческий банк при необходимости сможет компенсировать возникший отток средств за счет использования ресурсов, предоставляемых центральным банком в рамках операций рефинансирования.

С целью минимизации потенциальных негативных эффектов от введения цифрового рубля и поддержания стабильности пассивов кредитных организаций, центральному банку целесообразно расширить набор инструментов предоставления ликвидности через операции РЕПО в рамках реализации операционного механизма. Для решения указанных задач целесообразно дополнить действующий операционный механизм операциями РЕПО со сроком от одного до трех месяцев в объемах, соответствующих величине конверсии в цифровой рубль пассивов коммерческих банков. В настоящее время в операционном механизме денежно-кредитной политики Банка России отсутствуют операции с указанными параметрами. Интеграция данного инструмента рефинансирования в операционный механизм при внедрении цифрового рубля позволит минимизировать риски возникновения дисбалансов ликвидности в банковском секторе.

Зарубежные исследователи поднимают вопрос о том, как одновременно обеспечить стабильность цен и надежность банковской системы при внедрении ЦВЦБ [84]. Увеличение влияния центрального банка за счет централизации функций по управлению транзакциями с использованием ЦВЦБ может вызвать дисбаланс в структуре банковской системы и увеличить риск возникновения технических и управленческих ошибок. Кроме того, размещение средств вкладчиков напрямую на счетах центрального банка повышает риски для его финансовой стабильности в связи с потенциально быстрым оттоком ликвидности в кризисных ситуациях, а также вследствие

угроз кибератак и воздействий на критически важную централизованную инфраструктуру центрального банка.

В качестве возможных рисков широкого распространения цифрового рубля при недостаточной проработке процесса эмиссии, распространения и введения в оборот также можно выделить:

- снижение объема пассивов коммерческих банков за счет перетока части средств в цифровой рубль;
- сокращение объемов кредитования и снижение финансовой устойчивости коммерческих банков вследствие сокращения ликвидности банковского сектора;
- повышение роли Банка России в двухуровневой финансовой системе, создание конкуренции с коммерческими банками в расчетных операциях;
- повышение волатильности курса национальной валюты вследствие расширения международной доступности национальной валюты;

Внедрение новой формы денег в обращение требует поэтапного подхода, начиная с пилотного тестирования цифрового рубля с участием финансовых организаций, граждан и предприятий обслуживания [67]. Банк России активно занимается этим процессом, отслеживая каждый этап клиентского взаимодействия и анализируя риски. С 15 августа 2023 года началось пилотное тестирование операций с реальными цифровыми рублями, в котором участвуют 13 российских банков и ограниченный круг заинтересованных клиентов. Этот этап позволит проверить работу платформы цифрового рубля в реальной среде, отработать процедуры с клиентами, корректировать процессы при необходимости и убедиться в удобстве и понятности клиентского опыта [108]. На первом шаге будет отработано проведение базовых операций:

- пополнение и открытие цифровых кошельков;
- процедуры идентификации пользователей кошельков;

- переводы между физическими лицами;
- автоплатежи с простой архитектурой;
- проведение оплаты товаров и услуг через QR-код.

Участники пилотного проекта смогут производить оплату с использованием цифровых рублей в 30 торговых точках, расположенных в 11 городах России, с планами на расширение списка участников пилота, включая граждан и компании до конца года. В 2024 году был расширен список операций за счет оплаты через динамический QR-код, переводов между счетами юридических лиц. Помимо этого, на текущий момент вводятся более сложные шаблоны автоплатежей. Введение в массовый оборот цифрового рубля будет осуществляться только при положительном результате тестирования. По актуализированным планам Банка России, в течение 2025 года будет окончательно определена дата полномасштабного запуска проекта. Таким образом, степень влияния цифрового рубля на денежно-кредитную и финансовую стабильность будет определяться масштабами и темпами его интеграции в денежное обращение, а также уровнем принятия новой формы денег населением и бизнесом.

Следовательно, воздействие цифрового рубля на денежно-кредитную и финансовую стабильность зависит от скорости его внедрения в обращение и от популярности среди пользователей. Тестирование в пилотном формате цифрового рубля с участием широкого круга участников, включая физических лиц, кредитные организации и предприятия реального сектора, позволит идентифицировать риски на всех этапах клиентского пути, оценить последствия для денежно-кредитной политики и определить потребительские преимущества новой формы денег. Данный подход поможет минимизировать потенциальные отрицательные воздействия цифрового рубля на денежно-кредитную политику, сократить изменения конфигурации в платежной системе и обеспечить финансовую стабильность.

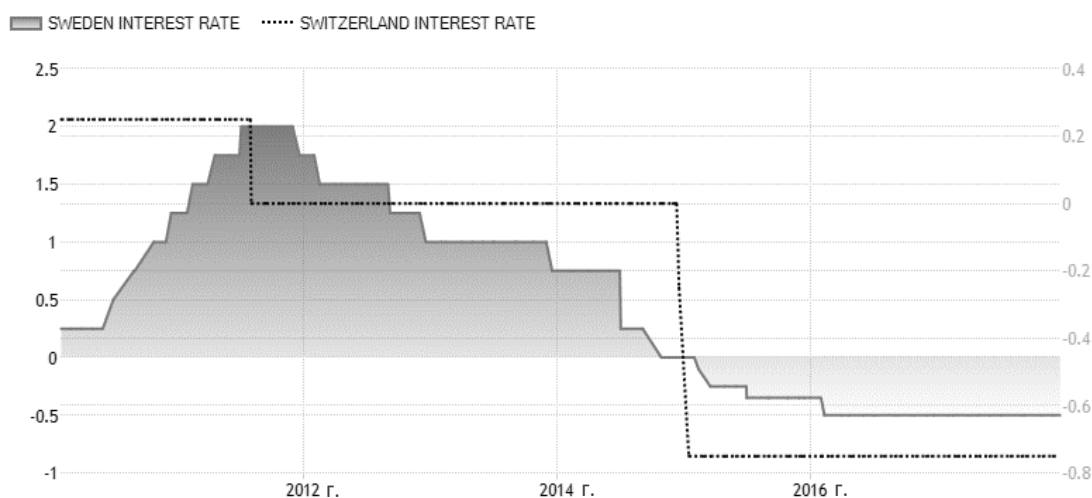
Таким образом, постепенно интегрируясь в платежное пространство, цифровой рубль может способствовать усилению трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и расширению инструментария Банка России по реализации стимулирующей денежно-кредитной политики. Повышение потребности кредитных организаций в долгосрочном фондировании в связи с внедрением цифрового рубля может частично изменить приоритеты применяемых инструментов в рамках операционного механизма в пользу операций на более длительные сроки, однако не окажет существенных изменений на действующую структуру. Таким образом, рассмотрен зарубежный опыт внедрения ЦВЦБ, отмечена необходимость постепенного введения цифрового рубля в обращение, а также предложен новый инструмент денежно-кредитной политики по предоставлению ликвидности на длительные сроки.

2.3 Анализ и оценка эффектов применения нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики в операционном механизме денежно-кредитной политики в условиях кризисов

До начала кризисных явлений 2008-2009 гг. монетарные регуляторы использовали традиционный инструментарий денежно-кредитной политики, где главным направлением было регулирование краткосрочных процентных ставок. В 1990-х годах наблюдалась общая тенденция, связанная со снижением процентных ставок и инфляции в большинстве развитых стран. Однако это создало проблему: когда процентные ставки приблизились к нулю, у центральных банков исчезла возможность их дальнейшего снижения. В результате они не могли использовать свой основной инструмент для решения задач по стабилизации и стимулирования экономики после кризиса. Другими словами, традиционные методы денежно-кредитной политики оказались неэффективными в новых экономических условиях с почти нулевыми процентными ставками.

Чтобы справиться с финансовым кризисом и его последствиями, центральные банки развитых стран были вынуждены прибегнуть к целому ряду нестандартных решений. Среди них можно отметить такие инструменты как установление отрицательных процентных ставок, вербальные интервенции, количественное и кредитное смягчение [14]. Отрицательные ставки до этого использовались крайне редко, даже во времена Великой депрессии в США краткосрочные ставки не уходили в отрицательную зону.

Тем не менее, в целях посткризисной стабилизации отдельные центральные банки прибегли к этой мере. В частности, в июле 2012 года Национальный банк Дании ввел отрицательные ставки. Шведский Риксбанк применил отрицательную ставку в феврале 2015 года, а в конце 2016 года – Банк Японии. Длительное поддержание отрицательных ставок способно вызывать искажения относительных цен на активы. В связи с этим большинство центральных банков в последнее время перевели ставки в положительную зону. Банк Японии установил ключевую ставку в размере 0,1% в марте 2024 года, сменив отрицательную ставку, поддерживаемую более 8 лет. Национальный банк Дании установил ключевую ставку в размере 0,65% в сентябре 2022 года. На рисунке 2.11 проиллюстрирована динамика процентных ставок центральных банков.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.11 – Динамика ключевых ставок центральных банков в процентах годовых

Отрицательные процентные ставки оказываются эффективным инструментом монетарной политики. Коммерческие банки поддерживают определенный объем резервов в центральном банке, что дает регулятору возможность установить отрицательную ставку по таким резервам. Это позволяет центральному банку стимулировать банки к принятию более высоких рисков. В результате снижения номинальной процентной ставки уменьшается реальная стоимость заемных средств, повышаются инфляционные ожидания и, как следствие, увеличивается совокупный спрос. Эти процессы происходят благодаря работе каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Когда ставки денежного рынка и доходность краткосрочных облигаций падают, это снижает и долгосрочные ставки. Инвесторы при расчете последних ориентируются на геометрическое среднее между текущими и ожидаемыми краткосрочными ставками. Кредитные организации, для которых содержание избыточных резервов становится экономически нецелесообразным в условиях отрицательных ставок, могут увеличивать объемы приобретения долгосрочных долговых инструментов. Данный механизм создает дополнительное давление на процентные ставки, способствуя снижению реальных ставок и стоимости заимствований, что стимулирует рост потребительской и инвестиционной активности. Однако эффективность такой политики может снижаться под влиянием нескольких факторов. Во-первых, банки могут воздерживаться от установления отрицательных ставок для розничных и корпоративных клиентов из-за возможного оттока средств в наличные или другие активы, что снизит их пассивную базу. Во-вторых, по мере снижения ставок по новым и переоценки ставок по старым кредитам, чистая процентная маржа банков сокращается, в то время как ставки по депозитам снижаются медленнее (это негативно влияет на прибыльность банков и ослабляет эффект снижения кредитных ставок —

вплоть до того, что банки могут начать повышать ставки, чтобы избежать отрицательной маржи).

Примечание – В действительности прибыльность банков в гораздо большей степени зависит от общего состояния экономики, влияющего как на объем кредитования, так и на качество кредитного портфеля.

В рамках узкого канала кредитования введение отрицательной процентной ставки можно рассматривать как налог на хранение ликвидности в банках. Этот «налог» направлен на создание стимулов для коммерческих банков направлять свои избыточные резервы на увеличение объемов кредитования. Стимулирование банковского кредитования в сочетании со снижением стоимости заемного финансирования должно увеличить доступность кредитных ресурсов для населения и предприятий. Вместе с тем рост кредитования может иметь негативные последствия, если банки, стремясь компенсировать потенциальные убытки от отрицательных ставок, начнут повышать ставки по кредитам. Другой риск заключается в том, что низкая доходность может подтолкнуть банки к принятию необоснованно высоких рисков.

Рост цен на активы через широкий канал кредитования может способствовать увеличению кредитования за счет увеличения стоимости залогового обеспечения, что, в свою очередь, поддержит рост инвестиций и, как следствие, будет способствовать росту реального ВВП. Однако, если отрицательные процентные ставки будут поддерживаться продолжительное время, они могут исказить справедливую стоимость активов, повлиять на подстройку относительных цен и спровоцировать образование «пузырей» на финансовом рынке.

Увеличение спреда процентных ставок между странами посредством канала валютного курса будет способствовать ослаблению национальной валюты за счет перетока капитала в страны с более высокой процентной доходностью. Это будет ограничивать иностранный приток капитала и стимулировать чистый экспорт. Однако одновременное введение

отрицательных ставок несколькими странами для поддержки экспортного потенциала может спровоцировать «конкурентную девальвацию».

Введение отрицательных процентных ставок способно оказывать негативное влияние на благосостояние и уровень доходов населения. В связи с тем, что лица пенсионного возраста традиционно отличаются более высокой склонностью к сбережениям, введение отрицательных ставок может усугубить социальное неравенство вследствие сокращения доходов от пенсионных накоплений и снижения реальной стоимости сбережений.

С другой стороны, рост цен на активы повышает благосостояние инвесторов, стимулируя рост расходов. Снижение стоимости заимствований в то же время стимулирует потребление и инвестиции экономических агентов, что со временем приводит к росту совокупного спроса, нивелируя любые негативные последствия для сбережений.

Существуют факторы, смягчающие негативные последствия политики отрицательных процентных ставок:

- уменьшение доходности за счет снижения ставок может быть компенсировано за счет увеличения объема кредитного портфеля (однако это может быть затруднительно при низком спросе на кредиты и высокой конкуренции между банками);
- коммерческие банки могут генерировать прибыль посредством увеличения комиссионных доходов;
- повышение склонности к риску может привести к получению дополнительной прибыли в результате роста стоимости активов (capital gain);
- рост цен на активы увеличивает финансовое положение заемщиков, что снижает ожидаемые расходы для банков на формирование резервов и списание безнадежных долгов;
- повышение цен на активы со снижением процентных ставок стимулирует потребление экономических агентов благодаря эффекту богатства;

– снижение средневзвешенной стоимости капитала компаний (WACC) и увеличение прибыльности инвестиционных проектов стимулирует спрос на инвестиции и кредиты.

К ключевым ожидаемым результатам применения политики отрицательных процентных ставок относятся:

- стимулирование экономической активности в условиях замедленного и неравномерного восстановления экономики;
- снижение номинальных и реальных процентных ставок;
- противодействие низкому уровню инфляции (Банк Японии, ЕЦБ, Риксбанк);
- сдерживание чрезмерного укрепления национальной валюты (Национальный банк Дании, Национальный банк Швейцарии).

Вербальные интервенции представляют собой публичные заявления центрального банка относительно будущих ориентиров денежно-кредитной политики. Данный инструмент коммуникационной политики активно применяется ведущими центральными банками, включая ЕЦБ, Банк Японии, ФРС и Банк Англии, начиная с периода Великой рецессии.

Вербальные интервенции реализуются посредством сигнального механизма, влияя на ожидания рынка относительно будущей денежно-кредитной политики и, как правило, используются в дополнение к другим инструментам. Иными словами, они влияют на финансовые решения домохозяйств, фирм и инвесторов, сообщая им, чего ожидать от дальнейшего уровня процентных ставок (в той степени, в которой центральный банк может на них влиять). По сути, вербальные интервенции центрального банка служат инструментом предотвращения рыночных неопределенностей, способных нарушить стабильность финансовых рынков и вызвать высокую ценовую волатильность.

Вербальные интервенции классифицируются по двум ключевым признакам:

- по временному признаку, что определяет привязку к конкретному временному периоду («calendar-based») или обусловленность выполнением макроэкономических условий («state-contingent»);
- по характеру формулировок интервенции заверение может определяться конкретными количественными ориентирами («quantitative») или иметь общие качественные определения («qualitative»).

К примеру, регулятор может заявить о сохранении ключевой ставки «на неизменном уровне в обозримом будущем». Данное заверение относится к календарному и качественному типу. Альтернативой может служить обязательство сохранять ставку неизменной «до достижения целевого показателя инфляции в 2%», что классифицируется как условное и количественное заверение. Заявление о сохранении ставки «в течение одного года» представляет собой календарный количественный тип интервенции, в то время как формулировка «до значительного улучшения условий на рынке труда» относится к условному качественному типу. Для обеспечения действенности интервенций они должны обладать тремя характеристиками: достоверностью, четкостью формулировок и единообразным восприятием участниками рынка согласно заявленным целям регулятора.

Нарушение центральным банком взятых на себя обязательств может существенно затруднить восстановление доверия к его деятельности. Кроме того, эффекты от вербальных интервенций могут варьироваться в зависимости от их интерпретации экономическими агентами. Например, заявление о продолжительном периоде аккомодационной политики, направленной на минимизацию негативных последствий от экономических шоков, может быть воспринято как индикатор серьезного ухудшения экономической активности. В результате, вопреки изначальным намерениям центрального банка, это может привести к усилению воздействия отрицательных шоков.

Существует два основных фактора, которые могут объяснить, почему эффективность вербальных интервенций оказывается ниже ожидаемой:

– неполное понимание коммуникаций центрального банка экономическими агентами. Это может быть вызвано следующим:

а) заверение может быть сформулировано слишком сложно или содержать множество условий;

б) регулятор может намеренно оставлять за собой пространство для маневра, чтобы иметь возможность реагировать на непредвиденные события;

с) использование таких оговорок, как «существенный» или «достаточный», снижает четкость заявлений, делая их неоднозначными.

– недостаточный уровень доверия к заявлениям центрального банка, даже если они правильно поняты:

а) центральному банку сложно обеспечить неизменность своей политики на длительных временных горизонтах (более одного года);

б) рынок может иметь иные оценки относительно перспектив развития экономики или ее функционирования.

На практике наблюдается определенное смещение акцентов в вербальных интервенциях: от количественных и условных к качественным. В редких случаях, когда количественные ориентиры все же используются, они, как правило, относятся к конечным целям (например, инфляции), а не к промежуточным показателям.

Вербальные интервенции как инструмент денежно-кредитной политики положительно себя зарекомендовали для дополнительного стимулирования экономики в условиях, когда процентные ставки близки к нулю или отрицательны. Однако при сохранении использования данного инструмента после возвращения ставок в положительную зону, это может привести к росту волатильности.

Банк Канады отмечает, что в нормальных экономических условиях следует избегать использования вербальных интервенций. Это связано с тем, данный инструмент берет на себя функцию интерпретации рыночной

информации, подменяя собой собственный анализ экономических агентов, и не давая возможности рынкам формировать собственные оценки.

После объявления ФРС о сворачивании программы количественного смягчения и начале цикла повышения процентных ставок на ряде развивающихся рынков произошли продажи долговых ценных бумаг, что спровоцировало кризисные явления на валютных рынках этих стран. Можно предположить, что данная ситуация стала следствием волатильности, спровоцированной чрезмерным эффектом от вербальных интервенций.

Кредитное смягчение представляет собой комплекс мер, направленных на предоставление дополнительной ликвидности в банковской системе и стимулирование кредитования для поддержки экономики. Эти меры включают кредитование финансовых организаций или покупку долговых ценных бумаг. Приобретенные долговые ценные бумаги, включая обеспеченные ипотекой ценные бумаги (практика ФРС), корпоративные облигации (практика Банка Англии и ЕЦБ) и коммерческие векселя, отражаются в активе баланса центрального банка, тогда как средства, направленные на их покупку, отражаются в пассиве баланса.

Данная политика сфокусирована на увеличении активов на балансе центрального банка, а не на объеме банковских резервов. Ее целью является стимулирование восстановления кредитного рынка.

Последовательность реализации политики количественного смягчения включает поэтапную корректировку центральным банком параметров залогового обеспечения, сроки погашения по операциям и стандартов допуска участников рынка. Дальнейшие действия включают покупку центральным банком частных активов с целью притока ликвидности в банковскую систему и улучшения условий кредитования. В процессе насыщения банковской системы ликвидностью постепенно снижаются процентные ставки и стоимость привлечения средств, что приводит к уменьшению стоимости кредита для экономических агентов. В результате цены на активы

стабилизируются, снижается волатильность и растет склонность инвесторов к риску.

Как отмечал Б. Бернанке, «преимущество политики кредитного смягчения заключается в том, что она дает возможность ФРС продолжать снижение процентных ставок и смягчать условия кредитования на целом ряде рынков, даже когда ставка по федеральным фондам находится вблизи нулевой отметки». В финансовых системах, основанных на рынке капитала (как в США и Великобритании), преобладающую роль играли масштабные покупки активов, в то время как в банкцентричных финансовых системах (как в Еврозоне и России), основным инструментом, безусловно, являлось предоставление ликвидности через банковский сектор.

Из-за отсутствия четких определений кредитное смягчение часто путают с количественным.

С 2001 года по 2006 год Банк Японии реализовывал ряд нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики. Основной особенностью данных программ являлось целевое регулирование объема избыточных резервов коммерческих банков, преимущественно осуществляемое через операции покупки государственных ценных бумаг. Многие экономисты отождествляют такую политику с мерами количественного смягчения.

Смягчение условий кредитования ФРС интерпретировала как комплекс мер, включающих операции по кредитованию и приобретению ценных бумаг. Как отмечал Б. Бернанке, акцент делался на целевой поддержке конкретных рынков, что отражалось в изменении структуры баланса ФРС. При этом размер баланса имел второстепенное значение, в отличие от политики количественного смягчения, где основной фокус приходился на масштабное расширение баланса.

ЕЦБ сознательно отказался от использования терминов «кредитное смягчение» и «количественное смягчение», введя концепцию «усиленной кредитной поддержки» (enhanced credit support). Главный экономист Citigroup

В. Бюйтер предложил терминологическое разграничение. При количественном смягчении акцент делается на расширении баланса центрального банка. При этом качественное смягчение (*qualitative easing*) предполагает изменение структуры активов при неизменном размере баланса регулятора. Под последним понимается процесс, при котором регулятор пополняет свой баланс активами с более высоким уровнем риска. По определению В. Бюйтер качественное смягчение относится к стратегии изменения структуры, а не размера баланса.

Количественное смягчение (*quantitative easing*), которое также называют масштабной покупкой долгосрочных активов, предполагает приобретение центральным банком долгосрочных государственных ценных бумаг или других финансовых активов [65]. Задачей такой политики выступает уменьшение стоимости заимствований и рост объема ликвидности в экономике. Источником средств для покупки активов служит увеличение денежной базы. Ориентированные на получение более высоких доходов, инвесторы осуществляют ребалансировку портфелей в пользу долгосрочных ценных бумаг и других финансовых активов, что оказывает понижающее воздействие на их доходность и в конечном счете снижает стоимость кредитных ресурсов в экономике.

До 2008 года баланс ФРС составлял 880 млрд долларов, к 2015 году он превысил четыре трлн долларов. Таким образом, за относительно короткий период ФРС почти в пять раз увеличила денежную базу, что позволило купировать снижение денежного мультипликатора. Данная динамика отражена в приложении В. В период 2008-2009 гг. ФРС реализовала несколько раундов количественного смягчения.

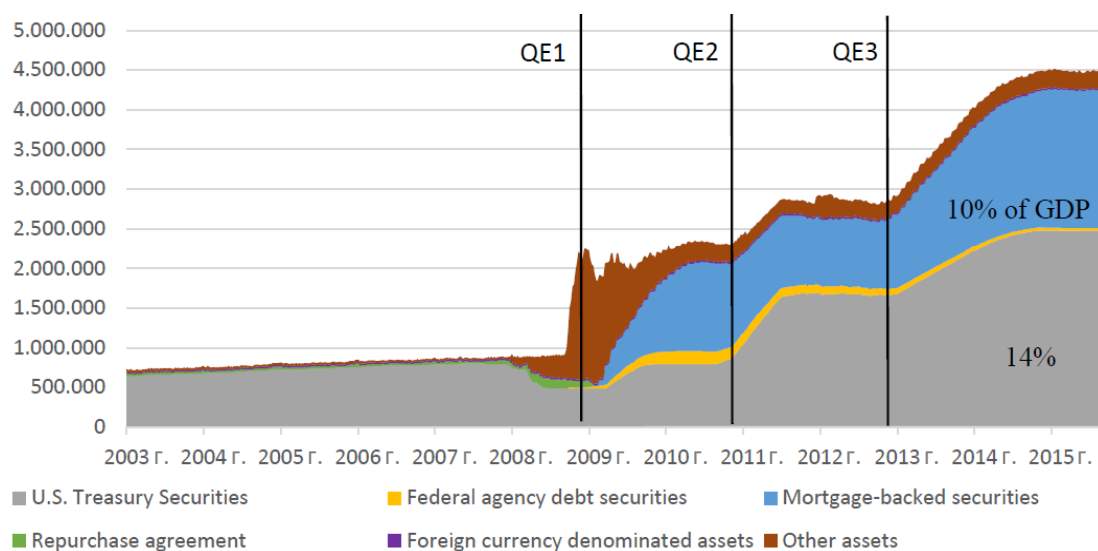
Первый раунд, начавшийся после банкротства Lehman Brothers, продлился 17 месяцев. В рамках этой программы ФРС ежемесячно выделяла 100 млрд долларов (в общей сложности 1,7 трлн долларов). ФРС производила выкуп проблемных активов – облигаций госучреждений, таких как

Freddie Mac, а также ипотечные ценные бумаги. Фактически, первый раунд количественного смягчения помог предотвратить «катастрофу исторического масштаба». Второй раунд предполагал выкуп казначейских облигаций на 600 млрд долларов в течение восьми месяцев. Также ФРС реинвестировала 300 млрд долларов общим объемом 900 млрд долларов. Данная программа, в ходе которой ФРС выкупала 4/5 нового долга, стабилизировала госфинансы.

«Операция Твист» (Maturity Extension Program) – это покупка ФРС долгосрочных казначейских облигаций и продажа краткосрочных. Указанная программа была реализована в период между первым и вторым раундами количественного смягчения. Объем программы составил 667 млрд долларов. ФРС одновременно заявила о сохранении нулевого уровня процентной ставки до 2015 года. «Операция Твист» продемонстрировала смещение акцента политики ФРС с решения проблем ипотечного кризиса на стимулирование кредитной активности в экономике. Инвесторы были вынуждены корректировать портфели в пользу более доходных и рискованных корпоративных инструментов (спрос на гособлигации оставался высоким из-за кризиса в еврозоне). Летом 2012 года доходность 10-летних казначейских облигаций США достигла исторического минимума за 200 лет, что спровоцировало активизацию кредитования и начало восстановления на рынке жилой недвижимости.

ФРС в сентябре 2012 года инициировала третий раунд количественного смягчения, который предполагал ежемесячные покупки ипотечных ценных бумаг на сумму 40 млрд долларов. Данная программа установила два ключевых прецедента: во-первых, впервые была применена открытая привязка монетарной политики к конкретным макроэкономическим показателям. В данном случае устанавливалась связь между параметрами программы и динамикой снижения безработицы. Во-вторых, программа изначально имела открытый временной горизонт без predetermined объема закупок.

Кроме того, ФРС взяла на себя ответственность за стимулирование сбалансированного экономического роста. Целью программы было изъятие «токсичных» активов с балансов банков и предоставление им дополнительных ресурсов для роста кредитных портфелей. Третий раунд количественного смягчения стал продолжением операции «Твист», совместно обеспечивая ежемесячные инъекции ликвидности в объеме 85 млрд долларов. На следующий день после объявления о данном раунде индексы S&P 500 и Dow Jones показали рост на 1,66% и 1,84% соответственно, отразив позитивную рыночную реакцию. Указанные решения отражены на рисунке 2.12.



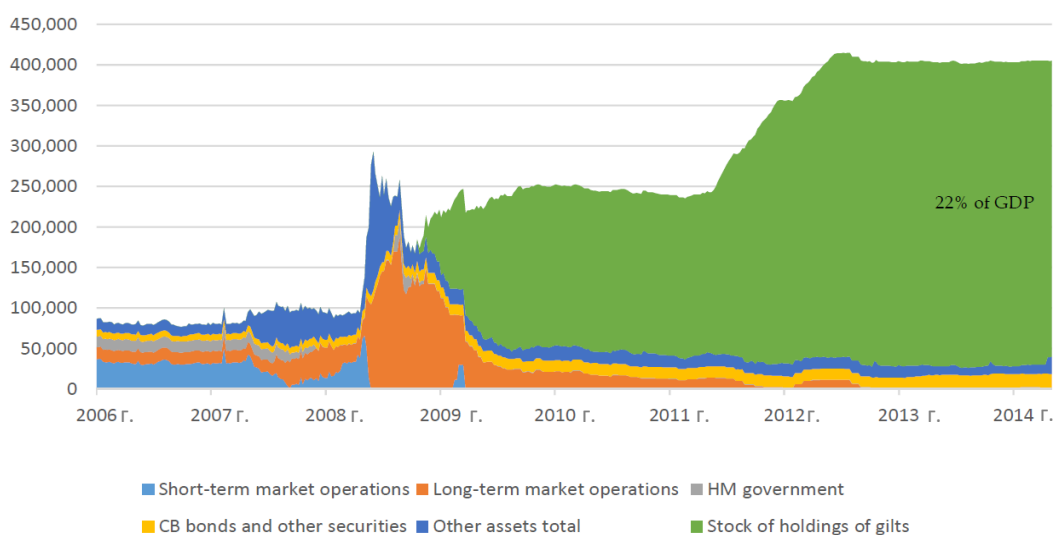
Источник: составлено автором по данным [112].

Рисунок 2.12 – Динамика активов ФРС

Еще одним нетрадиционным инструментом денежно-кредитной политики США стало кредитование первичных дилеров. Появление дополнительного канала ликвидности предоставило дилерам возможность пользоваться «дисконтным окном». Благодаря этому ФРС расширила круг заемщиков, увеличила сроки предоставления ликвидности, а также расширила перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения. Регулятор Англии реализовывал программу количественного смягчения, сопоставимую по масштабам с действиями ФРС, однако придерживался иного подхода. Стимулирование экономики осуществлялось посредством эмиссии денег для

покупки государственных облигаций. В рамках предоставленных полномочий Банк Англии мог осуществлять выкуп активов на общую сумму 150 млрд фунтов, из которых до 50 млрд фунтов могли составлять активы реального сектора.

Банк Англии в марте 2009 года инициировал трехмесячную программу покупки средне- и долгосрочных государственных облигаций с целевым объемом 75 млрд фунтов стерлингов. Впоследствии программа была продлена, а ее объем поэтапно увеличен до 375 млрд фунтов стерлингов к ноябрю 2012 года. В Великобритании, как и в США, реализовано три раунда количественного смягчения, представленных на рисунке 2.13.



Источник: составлено автором по данным [113].

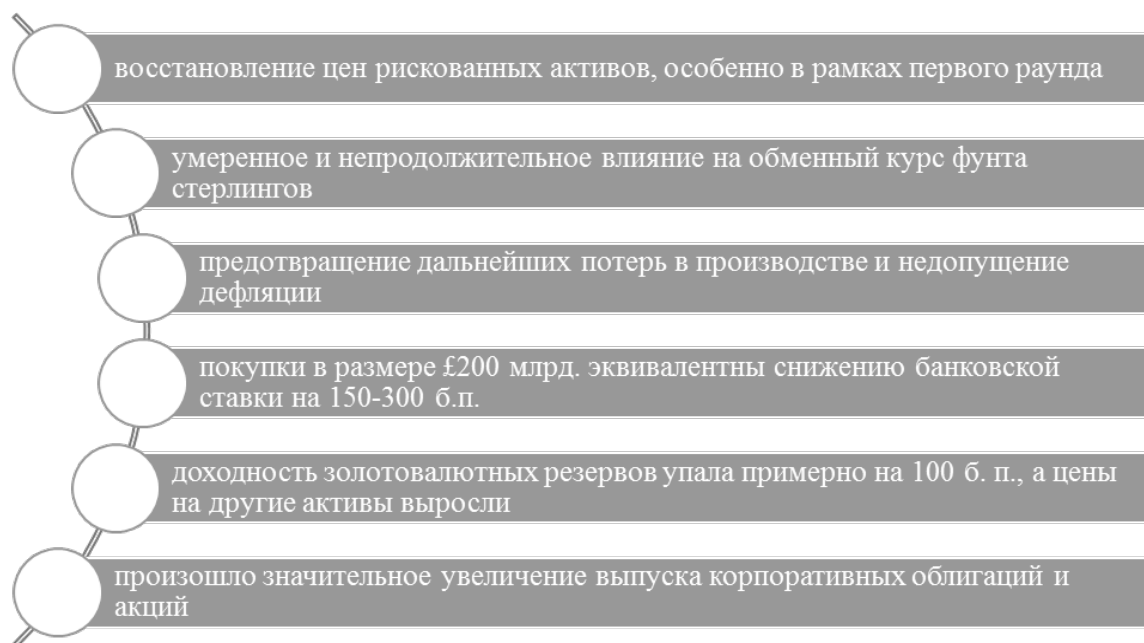
Рисунок 2.13 – Динамика активов Банка Англии

Политика количественного смягчения Банка Англии имела свои особенности:

- основной объем покупок на вторичном рынке приходился на средне- и долгосрочные государственные ценные бумаги. Сравнительно небольшие объемы приобретения корпоративных ценных бумаг были нацелены на улучшение работы рынка;
- определение диапазона покупок был продиктован стремлением вовлечь небанковские компании (таким образом, количественное смягчение

осуществлялось в обход банков). Программа была основана на гипотезе роста стоимости активов через механизм портфельной ребалансировки:

– все операции осуществлялись через специализированную структуру Asset Purchase Facility (APF) с применением обратных аукционов, где отбирались предложения с минимальными отклонениями от рыночных цен. На рисунке 2.14 отражены достигнутые результаты программы.

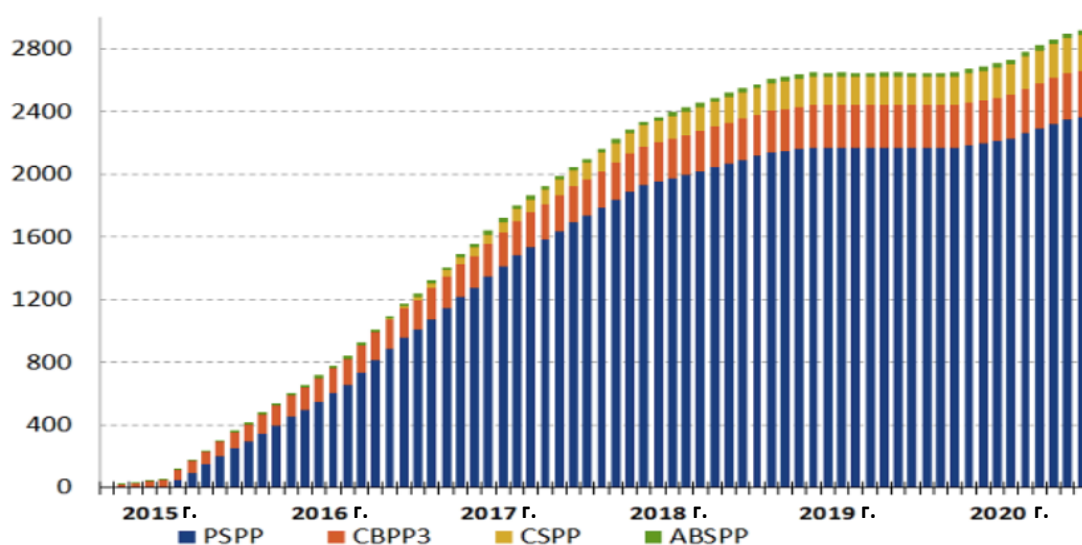


Источник: составлено автором.

Рисунок 2.14 – Результаты политики количественного смягчения Банка Англии

Тем не менее, негативные события в еврозоне могли отчасти нивелировать положительный эффект от политики Банка Англии. ЕЦБ последним из крупных регуляторов приступил к реализации давно ожидаемой программы количественного смягчения. Реализация политики количественного смягчения ЕЦБ проводилась в несколько этапов. Основной формой реализации данной политики был выкуп государственных и корпоративных облигаций, направленный на расширение активной части баланса ЕЦБ, стимулирования кредитования, потребительской активности и экономического роста. Программы количественного смягчения приходились на период 2014-2018 гг. В дальнейшем денежно-кредитная политика перешла в стадию нормализации.

В октябре 2014 года была запущена третья программа выкупа покрытых облигаций (CBPP3), направленная на улучшение работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, поддержание условий финансирования в еврозоне и оказание положительное косвенное влияние на другие рынки. В ноябре того же года была запущена программа выкупа обеспеченных активами ценных бумаг (ABSPP), нацеленная на расширение источников фондирования банковской системы и стимулирование выпуска новых долговых инструментов, включая секьюритизированные продукты. ЕЦБ в марте 2015 года инициировал приобретение долговых инструментов государственного сектора в рамках Программы покупки активов публичного сектора (PSPP). С июня 2016 года к ней добавилась Программа покупки корпоративных облигаций (CSPP), направленная на выкуп долговых обязательств частных эмитентов. Динамика указанных операций представлена на рисунке 2.15.



Источник: составлено автором по данным [112].

Рисунок 2.15 – Динамика операций по покупке активов Евросистемой в миллиардах евро

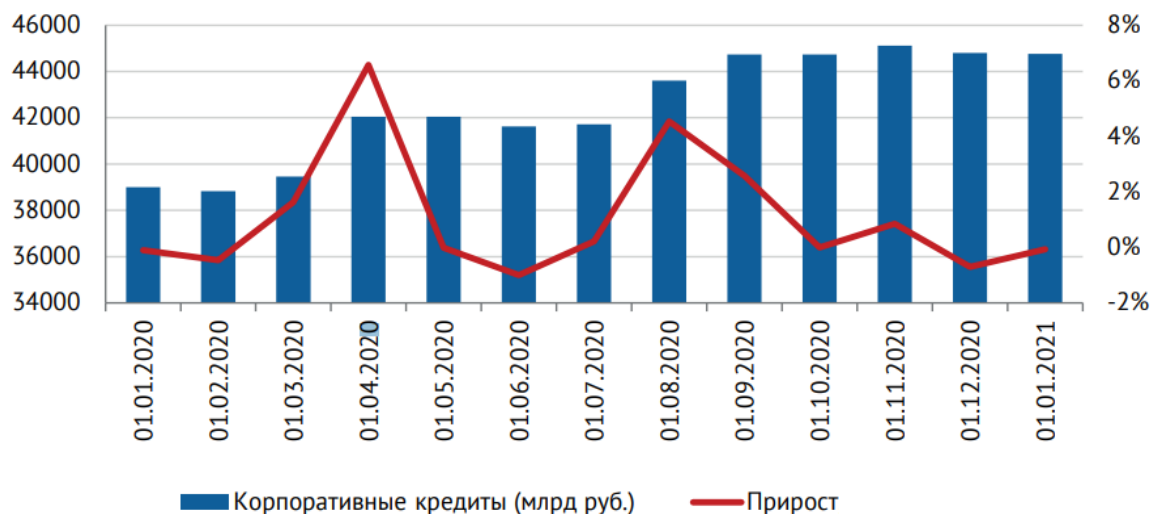
ЕЦБ в конце 2018 года объявил о завершении программы количественного смягчения, общий объем которой достиг 2,6 трлн евро. Председатель ЕЦБ подчеркнул, что данное решение не следует трактовать как

полный выход из программы, поскольку оно лишь корректирует масштаб операций до уровня, соответствующего текущим экономическим потребностям.

Политика количественного смягчения в Еврозоне оказалась не столь эффективной, как в США или Великобритании. Это связано, прежде всего, с тем, что финансовая система Еврозоны ориентирована на банки, а не на рынки капитала, а также с отсутствием прямой зависимости между стоимостью кредитов и доходностью государственных ценных бумаг и слабо выраженным каналом благосостояния (в США более 25% домохозяйств владеют акциями, в то время как в Европе доля не превышает 15%). При этом политические издержки оказались значительными. Процесс нормализации денежно-кредитной политики был прерван пандемией Covid-19, которая вынудила регуляторы ведущих стран вновь применить нетрадиционные инструменты. В частности, в марте 2020 года ЕЦБ запустил новую экстренную программу выкупа активов в связи с пандемией объемом 750 млрд евро, а ФРС заявила о неограниченных покупках активов.

Во время пандемии российский финансовый сектор продемонстрировал более высокую устойчивость, чем в кризисные периоды 2008-2009 гг. Это отчасти объясняется различиями в природе кризисов. В большей степени кризисные явления в период пандемии были определены ограничением со стороны спроса, вызванные ограничениями на физическое перемещение и доступ к продукции реального сектора. Несмотря на то, что распространение коронавирусной инфекции негативно сказалось на финансовой стабильности компаний реального сектора, корпоративное кредитование, по данным в период пика распространения пандемии, продолжало демонстрировать рост. Это связано с продолжением необходимости в финансировании реализуемых инвестиционных проектов, кредитования, необходимого для выполнения мероприятий, определенных национальными проектами и государственными программами, а также с выполнением государственного заказа. Динамика

корпоративного портфеля компаний российского рынка представлена на рисунке 2.16.



Источник: составлено автором по материалам [86].

Рисунок 2.16 – Динамика корпоративного кредитного портфеля

Начиная с 2020 года объем корпоративного кредитования продемонстрировал рост на 3,8%, существенно превысив показатель аналогичного периода 2019 года (2,3%). Наибольший прирост был зафиксирован в марте-апреле, когда введение ограничительных мер вызвало дефицит ликвидности у компаний различных отраслей вследствие сокращения доходов. В этот период компании активно использовали доступные им кредитные лимиты, в том числе для выплаты заработной платы. В мае и июне темпы роста корпоративного кредитования вернулись к значениям, сопоставимым с показателями предыдущего года.

В июле 2020 года Банк России снизил ключевую ставку до исторического минимума – 4,25%, и в дальнейшем сохранял ее на этом уровне в течение нескольких месяцев. Банк России сохранял приверженность использованию стандартных инструментов денежно-кредитной политики, не считая необходимым применять нетрадиционные меры, включая механизмы «усиленной кредитной поддержки». На рисунке 2.17 представлена динамика изменений ключевой ставки Банка России.

Для достижения целевого уровня остатков на корреспондентских счетах, удовлетворения спроса банков на ликвидность и регулирования процентных ставок на денежном рынке Банк России использует, главным образом, недельные аукционы. Такие аукционы проводятся еженедельно и могут быть двух типов: депозитные, направленные на изъятие избыточной ликвидности, и аукционы РЕПО, направленные на предоставление дополнительной ликвидности. Параметры организации еженедельных аукционов и предельный объем предоставляемой (либо абсорбируемой) ликвидности определяются Банком России на основании прогнозной оценки состояния ликвидности банковского сектора.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.17 – Динамика ключевой ставки Банка России и инфляции в процентах

Свободные ликвидные активы частично были размещены на межбанковском рынке и использованы в операциях РЕПО с Банком России. Данные меры реализовывались в контексте стимулирующей денежно-кредитной политики во втором полугодии 2020 года. Чтобы предотвратить дефицит ликвидности, Банк России принял меры для улучшения доступа к среднесрочному банковскому фондированию. В числе этих мер – запуск месячных и годовых аукционов РЕПО, а также расширение Ломбардного списка. Итоги аукционов РЕПО представлены в таблице 2.7.

Таблица 2.7 – Итоги аукционов РЕПО в рублях и валютный своп по покупке долларов США и евро за рубли в период с июля по декабрь 2020 года

Тип аукциона	Срок, дни	Дата	Время аукциона	Объем сделок, млрд руб.	Средневзвешенная ставка, процентов годовых	Код расчета
РЕПО	35	07.12.2020	13:39	808,8	4,35	S2
РЕПО	364	07.12.2020	12:00	10,5	4,71	S2
РЕПО	28	09.11.2020	13:32	1 200,0	4,35	S2
РЕПО	364	09.11.2020	11:25	0	-	S2
РЕПО	28	12.10.2020	13:49	600,0	4,35	S2
РЕПО	364	12.10.2020	11:42	20,0	4,5	S2

Источник: составлено автором.

Реализованные Банком России аукционы РЕПО обеспечили приток в экономику более 2,6 трлн рублей дополнительной ликвидности. Использование этого механизма «качественного» смягчения продемонстрировало соответствие денежно-кредитной политики контрциклическому характеру и подтвердило ее роль в создании условий для экономического роста. Это достигается за счет расширения кредитования, снижения стоимости фондирования и создания более благоприятных условий для инвестиций.

Таким образом, применение нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики в разных странах для восстановления экономики после кризиса оказалось успешным. Данные инструменты позволили стимулировать совокупный спрос и стабилизировать реальный объем производства на уровне, близком к потенциальному. Рост объема ликвидных активов в банковских системах США и Великобритании стимулировал увеличение совокупных расходов и способствовал росту реального выпуска.

В 2020 году ключевая ставка Банка России сохранялась на исторически минимальном уровне в 4,25%, что способствовало расширению объемов кредитования и стимулированию экономической активности. Данная

политика осуществлялась в рамках традиционного инструментария, предусмотренного операционным механизмом. Низкая доходность депозитов в 2020 году послужило началом процесса дезинтермедиации, в результате которого значительный объем средств был перенаправлен на фондовый рынок. Повышения ликвидности фондового рынка стимулировало рост инвестиционного спроса и сыграло ключевую роль в смягчении последствий экономического кризиса.

Для сравнения изменения направленности денежно-кредитной политики в текущий момент по сравнению с 2020 годом, отметим, что в апреле 2024 года Советом директоров Банка России было принято решение о сохранении ключевой ставки в размере 16%. Данный уровень отражает проведение жесткой денежно-кредитной политики в ответ на сохраняющуюся тенденцию превышения внутреннего спроса над возможностями расширения предложения. В марте 2024 года текущий рост цен с поправкой на сезонные компоненты сократился до 4,5% в пересчете на год (в феврале данный показатель составлял 6,3%). Произошло сокращение устойчивого инфляционного давления. Базовая инфляция в марте 2024 года снизилась до 6,1% в годовом исчислении после 6,8% в феврале. Вместе с тем, начиная с апреля 2024 года годовой уровень инфляции демонстрировал рост и в августе достиг максимального значения в 9,1%. С учетом повышения инфляционных рисков Банк России перешел к существенному ужесточению денежно-кредитных условий, что явно отражается на рисунке 2.18. Годовой уровень инфляции в России снизился второй месяц подряд до 8,5% в октябре 2024 года. Тем не менее, инфляция значительно превышает целевой показатель Банка России в 4%. Данный факт свидетельствует о невозможности вернуть инфляцию к цели за счет реализации операционного механизма на краткосрочном горизонте. В связи с этим в главе 3 исследования предлагаются меры совершенствования операционного механизма и инструментов денежно-кредитной политики, направленные на достижение

поставленной цели. Рост цен на продукты питания незначительно замедлился (9% по сравнению с 9,2% в сентябре), в том числе на фрукты и овощи (13,5% по сравнению с 14%) и непродовольственные товары (6,5% по сравнению с 6,6%), в то время как цены на услуги ускорились (9,7% по сравнению с 9,5%).



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.18 – Ключевая ставка Банка России и инфляция в процентах

Инфляционные ожидания демонстрируют разнонаправленную динамику, но в целом сохраняются на повышенных уровнях. Данная динамика объясняется тем, что экономика России продолжает расти выше траектории сбалансированного роста. В соответствии с прогнозом Банка России в 2024 году ВВП России вырастит в диапазоне от 3,6-3,7%. В 2024 году Банк России сохранил достаточно высокую ключевую ставку (21% по состоянию на декабрь). Это направлено на борьбу с инфляцией, которая остается повышенной. Согласно среднесрочному макроэкономическому прогнозу Банка России инфляция вернется к целевому уровню 4% в 2026 году, в 2025 году оставаясь в диапазоне 7-9% по среднегодовым значениям. Ужесточение денежно-кредитной политики имеет эффекты на динамику кредитования в разных сегментах. По кредитованию нефинансового сектора в ноябре 2023 года темп прироста составил 22%, при этом в июле 2024 года темп прироста был 19,7% в годовом выражении, что ниже значений прошлого года

более чем на 2%. В сегменте корпоративного кредитования пик ежегодного прироста наблюдался в июле 2023 года со значением в 24%. При этом в условиях ужесточения денежно-кредитных условий в июле 2024 года годовой темп прироста составил 19%, что ниже значения 2023 года более чем на 5%. Пик по ипотечному кредитованию пришелся на ноябрь 2023 года. Годовой темп прироста в этот период составил 31%. Вместе с тем, в июле 2024 года годовой прирост снизился до 23%. С учетом окончания действия безадресных льготных программ поддержки ипотечного кредитования к концу 2024 года ожидается умеренный годовой темп прироста в диапазоне 7-12%. По необеспеченному потребительскому кредитованию пик годового прироста был в июне 16,5 %, в июле произошло снижение на 0,7% до 15,8%.

По сравнению с августом 2024 года в сентябре 2024 года ежемесячный прирост необеспеченного потребительского кредитования сократился почти в два раза - до 0,7% по сравнению с 1,3%. Сегмент необеспеченного потребительского кредитования третий месяц подряд показывает снижение до 15,7% в сентябре 2024 года. Данное значение ниже аналогичного значения за июль более чем на 1,2%. Также замедлилось ипотечное кредитование. В сентябре объем выдач составил 373 млрд руб. по сравнению с 375 млрд руб. в августе. При этом более половины выдач (180 млрд руб.) приходится на программы государственной поддержки с низкой эластичностью к изменению ставок. Доля кредитов с ПДН от 50 до 80% не должна будет превышать 15% от объема выдач кредитной организации (20% в третьем квартале). Доля кредитов с ПДН от 80% будет снижена до 3% в портфеле выдач. Высокая ставка призвана охладить потребительский спрос и ограничить кредитование, тем самым сдерживая совокупный спрос и рост цен. Однако, совокупный эффект от повышения ставки проявится с лагом, поэтому результаты действий Банка России будут в полной мере заметны в четвертом квартале 2025 года. В данных условиях проводимая денежно-кредитная политика обеспечит процесс дезинфляции и ценовую стабильность в условиях роста экономики России.

Глава 3

Совершенствование операционного механизма денежно-кредитной политики Банка России при реализации режима инфляционного таргетирования

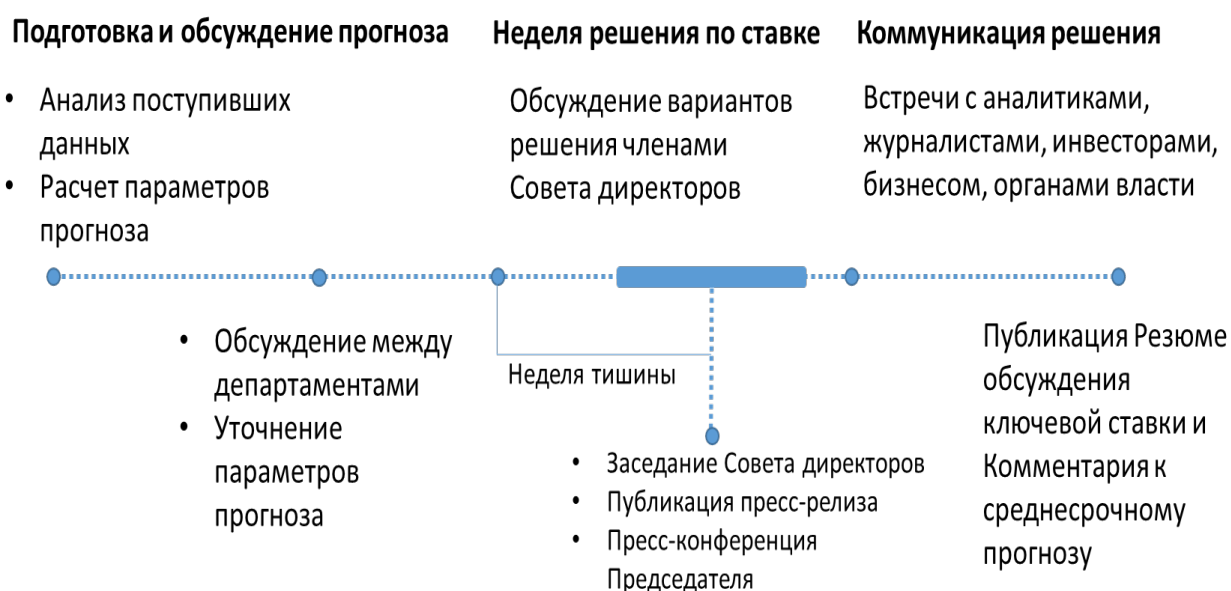
3.1 Рекомендации по совершенствованию инструментов в операционном механизме денежно-кредитной политики Банка России

Для определения направлений совершенствования инструментов денежно-кредитной политики необходимо охарактеризовать особенности и существующую процедуру принятия решений по ключевой ставке Банком России в условиях выбранного режима денежно-кредитной политики. При осуществлении режима инфляционного таргетирования Банк России определяет уровень ключевой ставки, ориентируясь на достижение целевого показателя инфляции в 4%. Ключевыми элементами процесса принятия решений выступают комплексный анализ макроэкономических данных и обеспечение прозрачной коммуникационной политики, направленной на разъяснение позиции регулятора участникам рынка. Такой подход дает участникам рынка возможность понять, как мотивы решений, так и предполагаемые изменения в монетарных условиях, инфляции и экономической активности, которые могут возникнуть в результате этих мер.

Ключевая ставка устанавливается Советом директоров Банка России в ходе четырех опорных заседаний, проводимых ежеквартально, и четырех промежуточных заседаний, проходящих между ними. После каждого заседания Банк России публикует пресс-релиз о ключевой ставке и проводит пресс-конференцию с участием Председателя Банка России. Председатель объясняет принятое решение, а также отвечает на вопросы участников, транслируя позицию Банка России относительно условий и характера принятого решения. После заседания регулятор публикует Резюме обсуждения ключевой ставки. Решение по ключевой ставке сопровождается

длительным процессом подготовки материалов и информационной базы к нему. Процесс подготовки и коммуникации решения по ключевой ставке представлен на рисунке 3.1.

Решения по ключевой ставке основаны как на прогнозе по инфляции, так и на среднесрочном макроэкономическом прогнозе. Исходя из этого, процедура формирования прогноза Банка России, а также иных аналитических материалов, связанных с ними, называется объединенным прогнозным раундом. В процессе реализации прогнозного раунда принимают участие аналитики и эксперты из различных департаментов и территориальных учреждений регулятора, которые составляют экспертную команду Банка России. Координация работы экспертной команды в период прогнозного раунда является зоной функциональной ответственности Департамента денежно-кредитной политики. Системное представление о текущей ситуации в национальной экономике, особенностях макроэкономической конъюнктуры, возможных вариантах ее дальнейшего развития и потенциальных проинфляционных и дезинфляционных рисках обеспечивается широким кругом экспертов объединенного прогнозного раунда.



Источник: составлено автором по материалам Банка России [109].

Рисунок 3.1 – Процесс подготовки и коммуникации решения по ключевой ставке

Далее будут более подробно представлены ключевые этапы процедуры принятия решения по ключевой ставке, а также представлены комментарии и разъяснения по итогам заседания Совета директоров.

Первый этап в рамках объединенного прогнозного раунда заключается в подготовке параметров базового прогноза Банка России и альтернативных сценариев, которые учитывают всевозможные риск-сценарии и их последствия для экономики и денежно-кредитных условий. Данный этап начинается за четыре недели до даты принятия решения по ключевой ставке. На данном этапе Департаментом денежно-кредитной политики Банка России проводится детальный анализ и мониторинг статистической и иной информации, а также событий, оказывающих влияния на экономические переменные в национальной экономике и мире. Эксперты Банка России проводят оценку сложившихся условий на соответствие тем, которые прогнозировались ранее, в целях определения необходимости корректировки прогнозных сценариев.

По результатам проведенного анализа происходит уточнение предпосылок различных прогнозных сценариев на основании набора как внутренних, так и внешних экономических факторов, которые напрямую не связаны с решениями Банка России, но могут иметь существенное влияние на динамику цен и экономику страны в целом. Совокупность таких факторов можно разделить по категориям в зависимости от класса активов, с которыми они связаны. Динамика спроса и предложения на продукцию агропромышленного комплекса, нефтегазовой отрасли, металлов.

Помимо учета различных факторов и условий, определяются риски базового сценария. Это такие события, при реализации которых может произойти отклонение от базового сценария. Учет рисков позволяет сформировать альтернативные прогнозные сценарии. Банк России, принимая решение по ключевой ставке, реализует различные типы денежно-кредитной политики, которые могут применяться центральными банками:

– «Жесткая» денежно-кредитная политика, которая предполагает ужесточение применяемых инструментов с целью купирования проинфляционных рисков посредством снижения денежной массы, создания отрицательных стимулов для дополнительного кредитования. Применяется с целью недопущения эффектов перегрева экономики на стадии пика экономического и кредитного циклов.

– «Мягкая» денежно-кредитная политика, которая предполагает смягчение монетарных условий за счет стимулирования кредитной активности, роста денежного предложения за счет эффекта кредитного мультипликатора. Применяется с целью обеспечения роста экономики.

Банк России реализует стратегию «lean against the wind», заключающуюся в снижении процентных ставок при низких инфляционных ожиданиях и их повышении при высокой прогнозируемой инфляции, что обеспечивает стабилизирующее воздействие на экономику. Исходя из этого, в России реализуется денежно-кредитная политика с контрциклической направленностью. По нашей оценке, данный подход демонстрирует эффективность в краткосрочном периоде, однако обладает ограниченным потенциалом для решения экономических вызовов в условиях внешних шоков и усиленных ограничений [20].

Разработанная Банком России методология принятия решений по ключевой ставке соответствует международным стандартам регуляторов, применяющих режим инфляционного таргетирования. Схожую методологию, в частности, применяет Резервный банк Новой Зеландии¹⁾, что подтверждает соответствие российского подхода лучшим мировым практикам. При этом в условиях кардинального изменения внешних факторов проведения денежно-кредитной политики, повышенной волатильности курса рубля и ограничений на трансграничное движение капитала [110] представляется возможным

¹⁾ The Reserve Bank of New Zealand: сайт. – URL: <https://www.rbnz.govt.nz/monetary-policy/about-monetary-policy/independent-review-of-the-operation-of-monetary-policy-2/the-monetary-policy-decision-making-process> (дата обращения: 02.04.2024). – Текст : электронный.

модифицировать механизм принятия решений по ключевой ставке. Данная необходимость обусловлена следующими причинами.

Осуществляя контрциклическую политику, Банк России в периоды внешних шоков и роста курсов иностранных валют нейтрализует инфляционные риски преимущественно через повышение ключевой ставки. Исходя из этого, нельзя не согласиться с мнением [26], что: «является не вполне рациональной ситуация, при которой ужесточение внешней среды сопровождается не смягчением, а ужесточением внутренних подходов регуляторов». В этой связи также можно отметить мнение российского ученого Ю.А. Кропина, который отмечает, что «посредством стремления к достижению внешне благовидной цели, состоящей в сдерживании инфляции, регулятором проводится политика активного препятствования экономическому росту страны» [33].

Отдельные несоответствия при установлении целевых ориентиров в рамках определения ключевой ставки признаются органами, ответственными за формирование экономической политики в Российской Федерации. Согласно положениям Основных направлений бюджетной политики [92] «реализация превентивных мер по сдерживанию инфляции потребует сохранения процентных ставок на повышенном уровне, что может привести к сокращению объемов банковского кредитования и оказать сдерживающее влияние на экономическую активность». Промышленность, сталкивающаяся с падением спроса и ухудшением условий для экспорта, теряет финансовую устойчивость, что давит на цены и ограничивает рост производства. Учитывая признание Банком России высокого уровня занятости в качестве одного из ключевых инфляционных факторов, представляется целесообразным усилить внимание к данному параметру при определении ключевой ставки. Уровень занятости оказывает многоканальное воздействие на инфляционные процессы: через процентный канал, кредитный канал и канал благосостояния, что требует его комплексного учета.

На основе проведенного анализа, считаем необходимым сделать донастройку механизма принятия решений, посредством дополнения источника оперативной информации о ситуации в экономике, реализуемого в формате «мониторинга предприятий» разделом «занятость» в целях оперативной оценки динамики уровня занятости на предприятиях-респондентах. Итоги регионального анализа публикуются Банком России накануне «недели тишины» в докладе «Региональная экономика: комментарии ГУ Банка России» и учитываются при принятии решения о ключевой ставке. Более подробно данное предложение будет представлено далее в работе.

В соответствии с Конституцией Российской Федерации обеспечение устойчивости рубля утверждено в качестве приоритетной цели деятельности Банка России [1]. В современных условиях достижение данной цели требует комплексного подхода, совмещающего меры по минимизации негативного воздействия от внешних шоков и создания условий для функционирования «экономики предложения». Ключевым для экономики России становится увеличение доступности долгосрочного кредитования по ставкам, которые являются экономически обоснованными для организаций реального сектора.

При определении ключевой ставки целесообразно учитывать отклонения фактического уровня занятости от ее естественного уровня. Данные оценки должны носить динамический характер и регулярно корректироваться с учетом структурных сдвигов на рынке труда и технологических изменений. Таким образом, управление ключевой ставкой должно быть направлено на целенаправленное повышение доступности кредитов организациям реального сектора экономики.

В ответ на вызовы пандемии Covid-19 ФРС провела корректировку долгосрочных целей и стратегии монетарной политики. Оставаясь в рамках двойного мандата (обеспечение максимальной занятости и стабильности цен), ФРС модифицировала режим инфляционного таргетирования, внедрив принцип «гибкого таргетирования средней инфляции на уровне два

процента». Федеральный комитет по открытым рынкам считает, что установление долгосрочных инфляционных ожиданий способствуют ценовой стабильности и умеренным долгосрочным процентным ставкам, а также расширяют возможности ФРС по содействию максимальной занятости. Считаем необходимым рассмотреть возможность аналогичного пересмотра режима денежно-кредитной политики в целях создания более гибкого подхода к принятию решений Банком России.

Более того, учитывая необходимость развивать «длинные» источники финансирования, считаем необходимым дополнить существующую систему инструментов в части специализированных механизмов рефинансирования. Это поддержит банковское кредитование отраслей и сегментов экономики, развитие которых ограничено структурными факторами. Существующий механизм, представленный в таблице 3.1, предлагается дополнить инструментом предоставления кредитов Банка России, обеспеченных залогом ценных бумаг, размещенных для финансирования инвестиционных проектов на срок более трех лет, по ставке, не превышающей уровень рентабельности активов организаций реального сектора экономики, которая составляет 7,0%.

Примечание – Уровень рентабельности по данным Федеральной налоговой службы от 23 мая 2023 года «Сведения о среднеотраслевых показателях налоговой нагрузки, рентабельности проданных товаров, продукции, работ, услуг и рентабельности активов организаций по видам экономической деятельности, характеризующих финансово-хозяйственную деятельность налогоплательщиков за 2022 год».

Таблица 3.1 – Процентные ставки по специализированным механизмам рефинансирования Банка России

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

Источник: составлено автором по данным Банка России [87].

Увеличение долгосрочных источников целевого финансирования свыше трех лет для предприятий реального сектора экономики позволит создать условия для устойчивого долгосрочного экономического роста при минимизации негативного влияния инфляционных процессов в стране за счет увеличения совокупного предложения.

Примечание – Выбор проектов для целей реализации специализированного механизма рефинансирования предлагается осуществлять в соответствии с критериями, определенными постановлением Правительства Российской Федерации от 15.04.2023 № 603.

Обязательное резервирование – это еще один инструмент денежно-кредитной политики Банка России, который, на наш взгляд, возможно усовершенствовать. Обязательное резервирование является одним из инструментов денежно-кредитной политики Банка России, используемых для регулирования ликвидности банковской системы, контроля денежного предложения и совокупной денежной массы посредством изменения денежного мультипликатора за счет резервирования части средств банков. Возможность модификации данного инструмента обуславливается его гибкостью и возможностью дифференцирования величины обязательного резервирования для целей развития экономики. Необходимость его модификации обусловлена тем, что обязательное резервирование увеличивает стоимость кредитных ресурсов и вызывает проинфляционные риски. Инфляционное воздействие инструмента можно отразить по формуле (3.1)

$$C = \frac{П}{\left(\frac{1}{rr}\right)} \times 100, \quad (3.1)$$

где C – фактическая цена привлекаемых депозитов;

rr – норматив обязательного резервирования;

$П$ – средняя процентная ставка по депозиту.

Денежная база как совокупность наличных денег обеспечивает создание безналичной части денежной массы, хранящейся в виде остатков на банковских счетах и перемещаемых посредством различных форм

безналичных расчетов (чеков, платежных поручений, аккредитивов, инкассовых поручений). Денежная база занимает собой относительно небольшую часть денежной массы. Вместе с тем она является необходимым денежным агрегатом. Регулируя выпуск денег в экономике и устанавливая величину обязательных резервных требований, которые коммерческие банки должны депонировать, регулятор контролирует динамику и стоимость обращения денег в экономике.

Примечание – По состоянию на 01.04.2024 денежная база составляла 16,7% от общего объема денежной массы.

Из формулы (3.1) видно, что увеличение обязательных резервных требований приводит к удорожанию заемных средств для банков. Действующий норматив обязательного резервирования, установленный Банком России с 01.06.2023, составляет 4,5% [87]. Он выше показателей других стран, что отражено в приложении М. Предлагаем установить разные требования к резервам в зависимости от срока привлечения средств.

Краткое описание предлагаемых изменений:

- 1) Установить разные нормативы резервирования в зависимости от срока привлечения ресурсов коммерческим банком.
- 2) Для средств, привлеченных на срок более трех лет, установить нулевой норматив резервирования при выполнении следующего пункта.
- 3) Если банк выдает кредиты клиентам (предприятиям реального сектора, малому и среднему бизнесу) на срок более трех лет, то уменьшать сумму, от которой рассчитываются обязательные резервы, на величину выданных кредитов.

Ожидаемые результаты применения данного инструмента:

- 1) Стоимость выдачи кредита для банка снизится. Средняя процентная ставка по кредитам на срок свыше трех лет для нефинансовых организаций составляет 19%. Если применить нулевой норматив резервирования, то ставка по кредиту может снизиться, так как для банков уменьшится стоимость

фондирования. Величину снижения можно рассчитать с учетом действующего норматива резервирования через уравнение (3.2)

$$C = 0,18 : (1 - 0,045) = 0,1884. \quad (3.2)$$

То есть, если депозитный процент в среднем составляет 18% годовых, то с учетом норматива резервирования 4,5% (действующий норматив) реальная стоимость депозитов для банка составит 18,84% годовых. Таким образом, при неизменности чистой процентной маржи, снижение процентной ставки по кредиту достигает 0,84%. Это будет способствовать повышению эффективности операционного механизма за счет снижения спреда между ключевой ставкой и ставками по кредитным продуктам, а также минимизации проинфляционных структурных элементов в процентных ставках. Кроме того, статистически доказано, что для устойчивого роста ВВП необходимым условием является доступность кредита для экономических субъектов. Такое мнение также разделяет российский ученый Александрова Л.С. с соавтором, отмечая, что «снижение кредитной активности приводит к снижению потребления, что отражается на темпах экономического роста и ухудшает положение экономики» [19].

2) Изменение денежной базы в экономике произойдет согласно следующей логике: резервы, хранящиеся в Банке России по долгосрочным обязательствам юридических лиц, равны сумме депозитов сроком более трех лет, умноженной на норматив обязательного резервирования по данной категории обязательств. Это отражено через уравнение (3.3)

$$24969 \text{ млрд руб.} \times 0,045 = 1123 \text{ млрд руб.} \quad (3.3)$$

Такие резервы могут направиться на кредитование реального сектора экономики. Определим эффект от роспуска резервов на денежную массу. Для

этого определим текущее значение банковского мультипликатора согласно уравнению (3.4)

$$M2 : M0 = 108200 : 28532 = 3,79. \quad (3.4)$$

M2 возрастет на изменение M0, умноженное на значение банковского мультипликатора. Увеличение M2 составит 4,3 трлн руб. Коэффициент монетизации с учетом прироста денежной массы M2 достигнет 63,1%, при текущем уровне 60,1%. Таким образом, механизм дифференциации обязательных резервов может увеличить коэффициент монетизации (отношение денежной массы к ВВП) примерно на 3%. Такое увеличение может быть оправданным в текущей ситуации, учитывая другие инструменты и методы денежно-кредитной политики.

Дополнительно предлагаем исключить пассивные остатки в валюте недружественных стран по балансовым счетам 401-404¹⁾ из состава резервируемых обязательств кредитных организаций, находящихся под санкциями.

Примечание – Под кредитными организациями, находящимися под санкциями, понимаются кредитные организации, которые в соответствии с решением Управления по контролю над иностранными активами (OFAC) внесены в SDN-лист.

Данное изменение позволит повысить эффективность операционного механизма денежно-кредитной политики посредством сближения процентных ставок по рыночным операциям коммерческих банков с ключевой ставкой на разных сроках. Расчет ориентира по безубыточному привлечению для структурного подразделения коммерческого банка (на примере корпоративно-инвестиционной бизнес-линии), привлекающего пассивы, осуществляется по формуле (3.5)

¹⁾ О Плате счетов бухгалтерского учета для кредитных организаций и порядке его применения [Положение Банка России от 27.02.2017 № 579-П]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_213488/ (дата обращения: 12.11.2024).

$$\text{ВССДВ}_{\text{после ФОР}} = \text{ВССДВ}_{\text{до ФОР}} - \text{ФОР} \times (\text{КС} + \text{Процент}_{\text{привлечения}}), \quad (3.5)$$

где $\text{ВССДВ}_{\text{после ФОР}}$ – внутренняя стоимость средств до востребования после корректировки на норматив обязательного резервирования;

$\text{ВССДВ}_{\text{до ФОР}}$ – внутренняя стоимость средств до востребования до корректировки на норматив обязательного резервирования;

ФОР – норматив обязательных резервов по обязательствам в валюте недружественных стран, депонируемых кредитными организациями в Банке России. По состоянию на 01.01.2025 норматив обязательных резервов по таким обязательствам составляет 8,5%;

КС – ключевая ставка Банка России. На 01.01.2025 ключевая ставка Банка России равна 21%;

$\text{Процент}_{\text{привлечения}}$ – процентная надбавка к ключевой ставке, определяющая стоимость рублевого привлечения межбанковском рынке. Для целей модельного расчета будет принят за 0,2%.

При отсутствии возможности размещения пассивов в недружественной валюте для банков, подпадающих под санкции, $\text{ВССДВ}_{\text{до ФОР}}$, устанавливаемый казначейством такого коммерческого банка, равен 0. В условиях необходимости коммерческому банку нести расходы по депонированию остатков в недружественной валюте, посредством рублевого привлечения на МБК, $\text{ВССДВ}_{\text{после ФОР}}$ будет равна расчету по формуле (3.6)

$$\text{ВССДВ}_{\text{после ФОР}} = 0\% - 8,5\% \times (21 + 0,2\%) = -1,8\%. \quad (3.6)$$

Соответственно, коммерческий банк несет убытки от привлечения ресурсов в валюте недружественных стран, что в целом соответствует политике девальютизации баланса банковского сектора. При этом требование по резервированию остатков в валюте недружественных стран распространяется также на счета 401-404, отвечающие за формирования доходов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации. Создание

отрицательных стимулов по размещению недружественных валют на счетах в коммерческих банках органами Федерального казначейства посредством начисления отрицательных процентных ставок не предусмотрено законодательством Российской Федерации. В этой связи банки несут прямые убытки в размере 1,8% от размера таких остатков.

Данный объем расходов в конечном итоге компенсируется за счет снижения ставок по привлекаемым средствам рыночных клиентов. Это означает, что влияние ключевой ставки на ставки депозитного рынка будет снижаться за счет генерируемых расходов по бюджетным счетам. Данное влияние дестимулирует коммерческие банки за короткий промежуток времени поднимать депозитные ставки до уровня, близкого к ключевой ставке, что отрицательно сказывается на передачи сигнала ключевой ставки на денежно-кредитные условия. Потенциальный эффект от применения данного предложения с учетом средних остатков бюджетных средств на счетах кредитных организаций в иностранной валюте в 2024 году и сохранении стабильной чистой процентной маржи по пассивам кредитных организаций составит около 0,1% прироста ставок по привлеченным средствам рыночных клиентов.

Таким образом, в целях усиления эффектов реализации операционного механизма считаем необходимым исключить из состава резервируемых обязательств, предусмотренных главой 2 Положения Банка России от 27 февраля 2017 года №579-П «О Плане счетов бухгалтерского учета для кредитных организаций и порядке его применения» пассивные остатки в валюте недружественных стран по балансовым счетам 401-404, отвечающие за формирования доходов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации.

Помимо этого, в условиях повышенных рисков, связанных с «заморозкой» золотовалютных резервов и необходимостью предоставления дополнительной ликвидности банковскому сектору на фоне кардинально

изменившихся внешних условий, обращаем внимание на действующий в международной практике механизм своп-линий между центральными банками.

Инструмент кросс-страновых своп-линий был впервые применен центральными банками во время мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. Страны чаще приходят к заключению взаимных валютных соглашений, предусматривающих создание своп-линий для минимизации рисков ликвидности на глобальных финансовых рынках. Создание этих механизмов было санкционировано Федеральным комитетом по открытым рынкам ФРС, политическими советами и руководителями соответствующих иностранных центральных банков. ФРС предоставляет доллары США иностранному центральному банку. В то же время иностранный центральный банк предоставляет ФРС эквивалентную сумму средств в своей валюте, исходя из рыночного обменного курса на момент совершения операции. Стороны договариваются обменять эти количества своих двух валют обратно на определенную дату в будущем, то есть на следующий день или за три месяца вперед, используя тот же обменный курс, что и в первой сделке. Поскольку условия второй транзакции устанавливаются заранее, колебания обменных курсов в промежуточный период не влияют на возможные платежи. Соответственно, эти своп-операции страхуют валютные и другие рыночные риски.

По сути, такой обмен валютами можно считать взаимным кредитованием центральных банков, где выданный кредит одновременно является и обеспечением. Полученная по своп-линии валюта доступна для использования обоими банками, однако чаще активное заимствование осуществляет лишь один из них, тогда как валюта банка-заемщика служит обеспечением обязательств. В условиях финансового кризиса центральные банки распределяли полученные по своп-линиям ресурсы через операции рефинансирования для преодоления дефицита валютного фондирования.

Данный инструмент предоставления валютной ликвидности призван помочь сохранить приток кредитов к национальным домохозяйствам и предприятиям за счет снижения рисков для финансовых рынков, вызванных финансовыми ограничениями за границей. Они могут улучшить условия ликвидности на финансовом рынке России и дружественных стран-контрагентов, предоставляя иностранным центральным банкам возможность предоставлять финансирование в валюте экономическим агентам в их юрисдикциях в условиях рыночного стресса. Помогая стабилизировать финансовые рынки, своп-линии также играют роль в поддержании внешнеэкономических условий, которые смогут также оказывать положительное влияние на экономический рост России по многим каналам, включая доверие¹, международные платежи и торговлю.

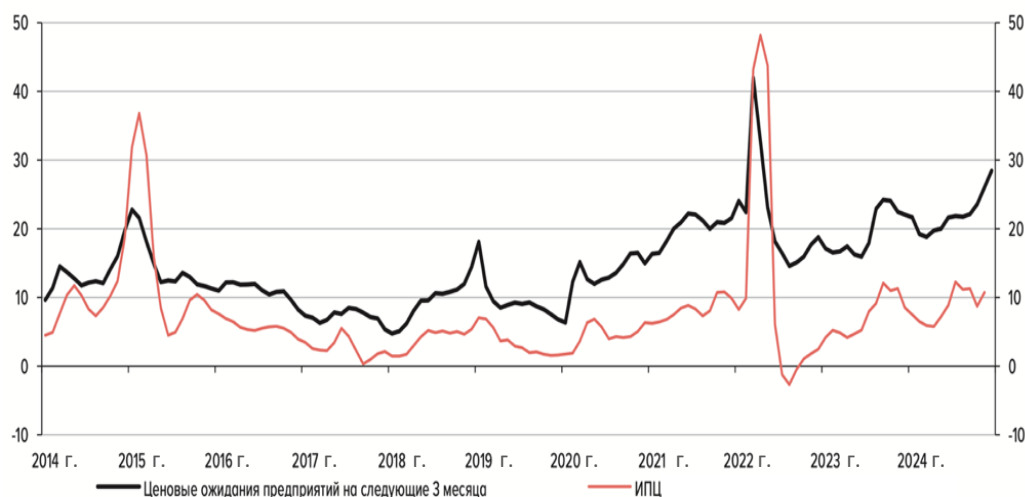
3.2 Учет региональных особенностей в операционном механизме денежно-кредитной политики Банка России

В целях формирования системного подхода к принятию решений по денежно-кредитной политике, достижения ценовой стабильности как основной цели денежно-кредитной политики, Банк России должен учитывать не только агрегированные статистические данные, но и макроэкономические условия в региональном разрезе, а также перспективы развития регионов с точки зрения представителей бизнеса, аналитиков, отраслевых объединений [90]. В этой связи с 2021 года Банк России начал проводить такой анализ и по его результатам выпускать аналитические материалы «Региональная экономика: комментарии ГУ Банка России» (далее – Доклад) восемь раз в году – перед каждым решением по ключевой ставке, накануне недели тишины.

¹Влияние доверия на экономический рост рассмотрено, например, в работе Florida, R. Cities and the creative class / R. Florida // Routledge. – 2005. – Volume 11. – 198 p. – ISBN 9780415948876.

В центре внимания данного материала находится ценовая динамика, которая сформировалась в макрорегионах страны. В рамках мониторинга динамики цен дополнительному мониторингу подлежит потребительская активность, денежно-кредитные условия и динамика доходов населения. Совокупность указанных факторов оказывает непосредственное воздействие на ценовые условия в регионе. Аналитике со стороны Банка России подлежит влияние как внешних шоков, например, в виде динамики заболеваемости коронавирусной инфекцией в 2020-2021 гг., так и введения ограничительных мер и мер государственной поддержки на текущую макроэкономическую конъюнктуру и ожидания ее изменений. Ожидания экономических агентов оцениваются на основе анкетирования и мониторинга, которые проводятся территориальными управлениями регулятора.

Важно отметить, что центральные банки Норвегии, Швейцарии, США на постоянной основе осуществляют мониторинг и анализ экономической конъюнктуры своих стран в региональном разрезе. Такие данные используются для построения прогнозов по инфляции, развития экономики регионов и принятия своевременных решений по денежно-кредитной политике. Банк России проводит оценку и мониторинг предприятий всех основных видов экономической детальности. Респондентами выступают как малые организации, так и представители крупнейшего бизнеса в сфере промышленности, строительства, сельского хозяйства, торговли, транспортировки и хранения. На сегодняшний день охват участников мониторинга превышает 15 000 организаций из указанных отраслей. Информационное взаимодействие с организациями позволяет Банку России более точно определять составляющие и уровень влияния немонетарных факторов инфляции. Например, на рисунке 3.2 представлены ценовые ожидания предприятий (баланс ответов). В 2024 году большинство производителей сообщали о росте издержек. Высокий спрос позволял постепенно переносить эти издержки на отпускные цены.



Источник: результаты мониторинга Банка России.

Рисунок 3.2 – Основные показатели мониторинга, баланс ответов в процентах

В условиях высокого уровня потребительского спроса и увеличенных инфляционных ожиданий возможен дальнейший перенос издержек производителей в потребительские цены. Практика мониторинга и анкетирования экономических агентов не только расширяет информационную базу для проведения денежно-кредитной политики Банком России, позволяет проводить региональную дифференциацию трансмиссионного механизма, но и усиливает эффекты обратной связи и информационной открытости монетарной политики. Так, в зависимости от потребностей участников мониторинга регулятор формирует и представляет им аналитические обзоры. Такие обзоры могут быть представлены в том ключе, который интересует конкретную организацию-респондента (по конкретному региону или по стране в целом, по группам предприятий в зависимости от численности персонала или величины совокупных активов, по видам экономической деятельности и по другим параметрам).

Анкетирования предприятий проводится по четырем блокам, для которых разработаны соответствующие анкеты: конъюнктурная, инвестиционная, финансовая и анкета доступности финансовых ресурсов. Конъюнктурная анкета содержит в себе вопросы, позволяющие определить текущее и ожидаемое состояние деловой активности в регионе, а также

факторы, которые оказывают влияние на данный показатель. Конъюнктурное анкетирование проводится Банком России на ежемесячной основе. Инвестиционная анкета позволяет оценить представление экономических агентов о состоянии инвестиционного климата в регионе, определить приоритетные виды инвестиционных вложений, источники инвестиционной деятельности и основные цели реализации таких вложений. Инвестиционное анкетирование осуществляется Банком России на ежегодной основе.

Финансовая анкета содержит информацию о ключевых показателях форм бухгалтерской отчетности организаций, в том числе бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах. Агрегированная информация по предприятиям позволяет в оперативном режиме определить финансовое положение организаций в регионе с опережением информации, поступающей из баз данных официальной статистики.

Региональные особенности проведения денежно-кредитной политики отражены в Докладе, который содержит в себе аналитику экономической конъюнктуры в семи макрорегионах присутствия ГУ Банка России. Широкий спектр финансовой информации доступный в регионах и содержащейся в Докладе, а также результаты опросов предприятий позволяют наиболее точно определить направление и набор инструментов для реализации целей денежно-кредитной политики.

При этом считаем необходимым дополнить спектр оцениваемой информации и увеличить частоту опросов для целей учета региональных особенностей. Такая позиция основана на практике анализа статистических данных Федеральной резервной системой в период распространения Covid-19¹⁾. Так, беспрецедентные масштабы, скорость и характер шока, нанесенного экономике COVID-19, сделали традиционную статистику учета недостаточной для своевременного мониторинга экономической активности.

¹⁾ Inflation targeting of Federal reserve system: сайт. – URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/> (дата обращения: 02.04.2022). – Текст : электронный.

Данная ситуация побудила органы денежно-кредитного регулирования по всему миру обратиться к нестандартным показателям, основанным как на данных частного сектора, так и на новых разработках официальных статистических служб. Важнейшими характеристиками таких индикаторов являются их оперативность и частотность. Обновление осуществляется на ежедневной или еженедельной основе. Это привело к появлению термина «высокочастотные индикаторы».

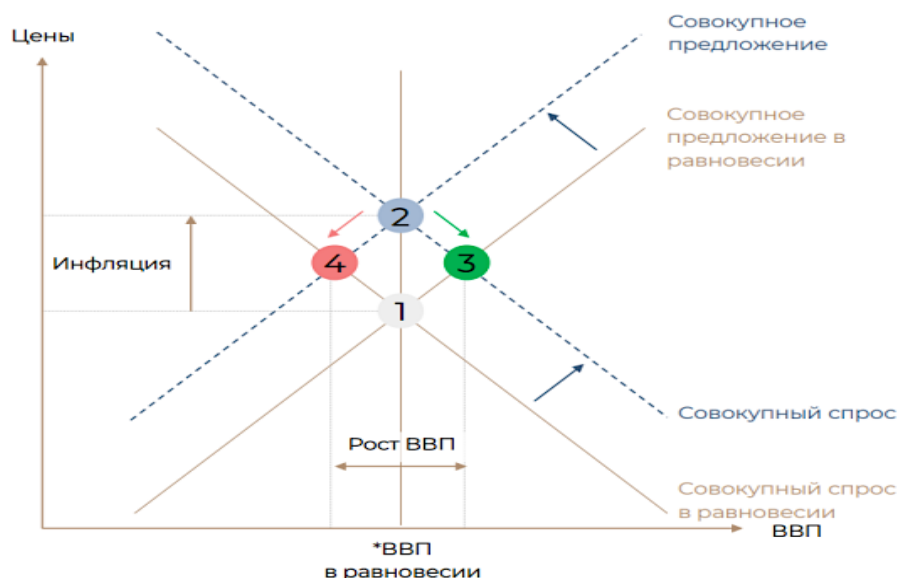
Показательным примером ценности высокочастотных индикаторов является данные по занятости в системе платежных ведомостей США. Месячный показатель занятости от Бюро статистики труда (далее – BLS) считается одним из наиболее надежных, своевременных и тщательно отслеживаемых индикаторов экономической конъюнктуры. Тем не менее, на начальном этапе пандемии в США даже оперативные данные BLS по текущей статистике занятости (далее – CES) публиковались с существенным запаздыванием, что не позволяло своевременно фиксировать резкие изменения на рынке труда для оперативного принятия решений в области денежно-кредитной политики. Из-за существенного временного лага в публикации официальных данных о занятости экономисты обращались к различным частным базам данных для получения оперативной оценки состояния рынка труда. Также примером полезности индикаторов служат данные системы начисления заработной платы (далее – ADP), охватывающие приблизительно 20% занятых в частном секторе США. При этом объем выборки сопоставим с используемым Бюро трудовой статистики. Расчеты динамики занятости, сформированные на основе данных ADP, демонстрируют высокую степень соответствия официальным показателям CES с начала пандемического спада, при этом обладая существенными преимуществами в виде более ранних сроков публикации и еженедельной периодичности обновления. Высокочастотные индикаторы выполняют несколько важных функций. Прежде всего, они предлагают оперативные альтернативные оценки,

дополняющие официальную статистику, а также позволяют верифицировать изменения в официальных данных. Кроме того, они часто оказываются более полезными для оперативной и детальной оценки текущей экономической динамики, чем та, которую можно найти в официальной статистике. В-третьих, высокочастотные показатели, не имеющие прямого аналога в официальной статистике, дают иную перспективу и помогают лучше понять экономическое развитие для повышения качества прогнозирования в целях принятия решений по денежно-кредитной политике.

Кроме того, принимая во внимание предложения, касающиеся более тщательного анализа уровня занятости при принятии решений в области денежно-кредитной политики, считаем необходимым дополнить конъюнктурную анкету разделом «занятость» в целях оперативного мониторинга динамики уровня занятости. Для данных целей вопросы могут быть классифицированы по следующим направлениям:

- динамика открытых вакансий;
- динамика изменений количества работников за три месяца;
- ожидания по количеству работников в последующие три месяца.

Это позволит заблаговременно определять природу инфляционных процессов. В зависимости от этого Банк России будет иметь более системное представление об макроэкономической динамике, что повысит качество принятия решений по ключевой ставке, которая, в свою очередь, определяет параметры операционного механизма, реализуемого в форме симметричного процентного коридора. Учет уровня занятости позволит предотвращать возможные стагфляционные риски при ужесточении денежно-кредитной политики. Экономика может достигать равновесия не в естественном состоянии (1), а в состоянии отрицательного шока предложения и положительного шока спроса (2) с высоким уровнем инфляции, что отражено на рисунке 3.3. Пока на глобальных рынках не восстановятся цепочки поставок, предложение будет ограничено.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.3 – «Плохое» равновесие в условиях отрицательного шока предложения

Например, в этих условиях медлительность ФРС в повышении ставок вызвана опасениями того, что рост ставок может привести к падению спроса и падению ВВП при высокой инфляции, то есть реализовать риски стагфляции. Таким образом, заблаговременный учет факторов инфляции, в том числе объем производства и опосредованных ему показателей уровня занятости может быть полезен для превентивного реагирования Банком России инструментами денежно-кредитной политики на изменение экономической конъюнктуры.

В качестве примера рассмотрим макроэкономические условия, сложившиеся в декабре 2023 года в центральном федеральном округе Российской Федерации. В целом за рассматриваемый период в округе наблюдался повышенный потребительский спрос, который превышал допандемический уровень. В части потребления и располагаемых доходов. Предприятия по результатам опроса имели скорее позитивные ожидания относительно как инвестиционной активности, так и возможностей по привлечению капитала. Данные об основных тенденциях и факторах, влияющих на цены как в целом по регионам, так и в каждом регионе в отдельности, – важная часть информации, которую руководство Банка России

учитывает при принятии решений по денежно-кредитной политике. Это позволяет учитывать региональную неоднородность трансмиссионного механизма, влияние немонетарных факторов инфляции на региональном и отраслевом уровнях при подготовке к принятию решения по ключевой ставке. Учитывая практику центральных банков, предлагаем дополнить учет региональных особенностей весами соответствующих отраслей в регионах и отраслей регионов в национальной экономике. Метод оценки с использованием нового набора весов, позволяет лучше фиксировать различия в размерах между секторами и регионами и во времени для принятия решений по денежно-кредитной политике. Расчет веса отрасли в регионе осуществляется по формуле (3.7) определения доли показателя в структуре

$$x_{ly} = \frac{n_{ly}}{\sum n_{zy}}, \quad (3.7)$$

где n_{ly} – номинальный объем выпуска отрасли в регионе за год;
 n_{zy} – сумма номинальных объемов выпуска всех отраслей в регионе за год.

В качестве примера ниже приведены таблицы 3.2 и 3.3, отражающие веса секторов и регионов для учета региональных особенностей, используемые центральным банком Норвегии при принятии решений по денежно-кредитной политике.

Таблица 3.2 – Доля секторов в выпуске региона

Сектор	Северная Норвегия	Центральная Норвегия	Западная Норвегия	Восточная Норвегия	Южная Норвегия	Итого
1	2	3	4	5	6	7
Производство	X_{11}	X_{12}	X_{13}	X_{14}	X_{15}	100
Национально-ориентированное	X_{21}	X_{22}	X_{23}	X_{24}	X_{25}	100
Экспортно-ориентированное	X_{31}	X_{32}	X_{33}	X_{34}	X_{35}	100
Производство смешанного типа	X_{41}	X_{42}	X_{43}	X_{44}	X_{45}	100

Продолжение таблицы 3.2

1	2	3	4	5	6	7
Строительство	X ₄₁	X ₄₁	X ₄₁	X ₄₁	X ₄₁	100
Торговля	X ₅₁	X ₅₂	X ₅₃	X ₅₄	X ₅₅	100
Услуги	X ₆₁	X ₆₂	X ₆₃	X ₆₄	X ₆₅	100

Источник: составлено автором.

Расчет веса региона в общем выпуске отрасли осуществляется через определение доли показателя в структуре по формуле (3.8)

$$x_{1y} = \frac{n_{1y}}{\sum n_{zy}}, \quad (3.8)$$

где n_{1y} – номинальный объем выпуска отрасли в регионе за год;

n_{zy} – номинальный объем выпуска отрасли в национальной экономике за год.

Таблица 3.3 – Доля региона в общем выпуске отрасли

Сектор	Северная Норвегия	Центральная Норвегия	Западная Норвегия	Восточная Норвегия	Южная Норвегия
Производство	X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₁₄	X ₁₅
Национально-ориентированное	X ₂₁	X ₂₂	X ₂₃	X ₂₄	X ₂₅
Экспортно-ориентированное	X ₃₁	X ₃₂	X ₃₃	X ₃₄	X ₃₅
Строительство	X ₄₁	X ₄₁	X ₄₁	X ₄₁	X ₄₁
Торговля	X ₅₁	X ₅₂	X ₅₃	X ₅₄	X ₅₅
Услуги	X ₆₁	X ₆₂	X ₆₃	X ₆₄	X ₆₅
Итого	100	100	100	100	100

Источник: составлено автором.

Взвешивание регионов по занимаемой ими доли в структуре национальной экономики и структуре выпуска региона может предоставлять важную информацию, дополняющую текущий анализ, на котором основываются решения Банка России. Это позволит более точно определять уровень ключевой ставки, которая отражает направленность ДКП и является отправной точкой для реализации операционного механизма.

3.3 Предложения по усилению эффектов от реализации операционного механизма денежно-кредитной политики при реализации Банком России режима инфляционного таргетирования

Как было отмечено выше, совокупность используемых Банком России инструментов денежно-кредитной политики закреплена в статье 35 Закона № 86-ФЗ. Положениями данного закона также предусмотрена возможность применения иных инструментов Банком России. В этой связи необходимо отметить развитие мировой практики применения нетрадиционных инструментов ДКП, таксономия и особенности применения которых приведены в главе 2 диссертации.

В целях оценки эффективности использования инструментов денежно-кредитной политики важно классифицировать их на инструменты прямого и косвенного воздействия. Прямые инструменты, среди которых эмиссионная политика и операции на открытом рынке, оказывают непосредственное влияние на экономику. Косвенные инструменты, такие как ключевая ставка и нормативы резервирования, воздействуют на экономику косвенно, посредством изменения резервов банков и процентных ставок [10].

Также существуют административные методы регулирования, такие как введение прямых количественных ограничений, которые могут влиять на конкретные кредитные организации или всю банковскую систему. Достижение цели денежно-кредитной политики и координация инструментов денежно-кредитной политики сопровождаются информационной политикой

Банка России, направленной на повышение прозрачности и понимания его решений. Данная политика реализуется регулятором на основе принципов прозрачности, понятности и недвусмысленности принятия решений по денежно-кредитной политике для экономических агентов. В 2020 году мировая инфляция достигла максимальных значений с 2008 года. В результате в более чем половине стран с развивающимися рынками, реализующих режим инфляционного таргетирования, инфляция превышает установленную цель.

Широкомасштабная дискуссия о повышенном инфляционном давлении в мировой экономике подчеркивает важность закоривания инфляционных ожиданий [105]. Учитывая динамику инфляционных ожиданий, можно спрогнозировать направление движения инфляции и заблаговременно принимать эффективные решения по денежно-кредитной политике. Теория инфляционных ожиданий заложена еще в работе Милтона Фридмана [58], в которой описана концепция адаптивных инфляционных ожиданий. Исходя из данной концепции, экономические агенты формируют свои инфляционные ожидания на основе ретроспективной и текущей информации об уровне цен, не пытаясь предсказать будущие экономические и монетарные условия. В соответствии с данной теорией инфляционные ожидания экономических агентов всегда будут содержать систематическую ошибку, корректировка которой требует достаточно продолжительного времени.

При этом теория рациональных ожиданий, которая особенно сильно развилась благодаря работам Роберта Лукаса [70], противопоставляется теории адаптивных ожиданий и предполагает, что экономические агенты при формировании своих ожиданий опираются на всю имеющуюся в их распоряжении информацию о будущих экономических условиях, не ограничиваясь только прошлыми значениями экономических переменных. В связи с этим, согласно данной теории систематическая ошибка в инфляционных ожиданиях отсутствует, и их изменение происходит моментально при появлении новой информации.

Существует отдельная группа работ, в которых исследуется механизм формирования инфляционных ожиданий. Некоторые из них включают теоретические модели, в которых инфляционные ожидания представлены в виде функции первого порядка от информации, которую учитывали экономические агенты [69]. Кроме того, уровень качества восприятия информации и доверия к центральному банку также закладываются в теоретические модели. При этом на качество восприятия непосредственно влияет уровень образования и финансовая грамотность экономических агентов, в том время как доверие определяется в первую очередь результатами политики центрального банка по достижению поставленной цели по инфляции. Доверие к действиям центрального банка определяет адаптивность инфляционных ожиданий к изменению со стороны инструментов центрального банка, в том числе их способность к закориванию вблизи цели по инфляции, игнорируя краткосрочные шоки со стороны спроса и предложения.

Также следует отметить работы, в которых при формировании инфляционных ожиданий экономические агенты принимают во внимание либо заявленную центральным банком цель по инфляции, либо ориентируются на исторические значения инфляции [52]. Выбор ориентира определяется в зависимости от того, какой из них оказывается ближе к фактическому значению уровня инфляции. Исследования Международного валютного фонда свидетельствуют о важности предсказуемости денежно-кредитной политики [95]. Уровень предсказуемости решений центрального банка определяет степень понимания экономических агентов стратегии регулятора. Подтверждена прямая связь между степенью закреплённости инфляционных ожиданий и предсказуемостью денежно-кредитной политики. В качестве средств повышения предсказуемости решений центрального банка исследователи выделяют увеличение прозрачности и понятности политики регулятора, а также активную информационную политику [30]. Эти меры

помогают снизить асимметрию информации между участниками рынка и регулятором. В работе рассмотрены изменения в активности коммуникаций, открытости денежно-кредитной политики и особенности трансляции решений центрального банка в главе 2 исследования.

Центральные банки стараются делать свои коммуникации понятными не только участникам финансового рынка и экспертам в области денежно-кредитной политики, но и всем остальным экономическим агентам. Это необходимо для обеспечения прозрачности деятельности центрального банка перед обществом и установления доверия к его решениям [52]. С 2019 года Банк России последовательно развивает систему коммуникации как важную часть в системе инструментов денежно-кредитной политики. За указанный период был существенно расширен перечень каналов взаимодействия с хозяйствующими субъектами и населением, что способствовало повышению прозрачности политики регулятора и укреплению доверия к его решениям. Банк России в 2024 году внедрил новые форматы коммуникационной политики, включая публикацию Резюме обсуждений по ключевой ставке и Комментариев к среднесрочному прогнозу. Дополнительно расширена программа выступлений представителей регулятора, а также запущен сервис API-доступа к статистическим данным, что усилило прозрачность и доступность информации. Понимание проводимой политики способствует эффективному управлению инфляционными ожиданиями и оказывает положительное влияние на экономический рост и уровень благосостояния [46]. В связи с этим центральные банки обращают внимание на проблему ясности коммуникаций, особенно при переходе к режиму таргетирования инфляции.

Для оценки транспарентности текста используют различные характеристики и критерии сложности восприятия текстовых данных. Они могут быть распределены по следующим группам в зависимости от признаков текста: синтаксические, лексические, морфологические, фонетические,

семантические и дискурсивные¹⁾. Индексы, которые оценивают удобочитаемость на основании предпосылки о том, что длинные предложения и длинные слова читаются и воспринимаются сложнее, чем короткие, были разработаны раньше остальных. Индекс Флеша [59] является достаточно точным показателем для оценки понятности текста на основе синтаксической (измеряет среднюю длину предложений) и лексической (измеряет среднюю длину слов) метрик. Коэффициенты для калибровки расчета данного индекса были выведены исходя из обучающих наборов. Уровень сложности текстов определялся Рудольфом Флешем на основе экспертных оценок. В дальнейшем индекс Флеша был доработан Питером Кинкейдом, который хотел получить инструмент для оценки сложности инструкций для военных моряков. Применение индекса Флеша Кинкейда позволяет определить необходимый уровень образования, необходимого читателю для понимания текста. Индекс Флеша-Кинкейда рассчитывается через формулу (3.9)

$$FKI = 0,39 \times \left(\frac{\text{Количество слов}}{\text{Количество предложений}} \right) + 11,8 \times \left(\frac{\text{Количество слогов}}{\text{Количество слов}} \right) - 15,59. \quad (3.9)$$

Значения индекса Флеша-Кинкейда ограничены диапазоном от 0 до 100. В таблице 3.4 приведены соответствия между значениями индекса и уровнем понятности и удобочитаемости текста.

Таблица 3.4 – Соотношение индекса Флеша-Кинкейда и уровня понятности текста

Индекс Флеша-Кинкейда	Читабельность	Для кого понятен текст
0-30	Очень сложно	Академический уровень
30-50	Сложно	Выпускник Вуза
50-60	Довольно сложно	Студент Вуза
60-70	Стандартно	10-11 класс
70-80	Довольно легко	8-9 класс
80-90	Легко	6-7 класс
90-100	Очень легко	5 класс

Источник: составлено автором.

¹⁾ Оценка ясности коммуникаций центрального банка с применением нейронных сетей представлена в работе Evstigneeva, A. Assessment of Clarity of Bank of Russia Monetary Policy Communication by Neural Network Approach / A. Evstigneeva, M. Sidorovskiy // Russian Journal of Money and Finance. – 2021. – № 3. Volume 80. – P. 33. – ISSN 2712-8369.

Фог-индекс (Индекс Ганнинга) служит инструментом измерения уровня сложности текста, учитывающим средний объем предложений и процентное содержание многосложных слов, в которых более трех слогов. Методология предполагает исключение имен собственных и приведение к начальной форме глагольных форм при вычислениях. Этот индекс учитывает «сложные» слова, то есть те, которые содержат три или более слога. В случае русскоязычных текстов используется корректирующий коэффициент 0,78, так как Фог-индекс изначально разработан для англоязычной литературы. Расчет Фог-индекса осуществляется через формулу (3.10)

$$FI = 0,4 \times \left(0,78 \times \frac{\text{Слова}}{\text{Предложения}} \right) + 100 \left(\frac{\text{Сложные слова}}{\text{Всего слова}} \right) - 15,59. \quad (3.10)$$

Создание комбинированного инструмента позволяет проводить многомерную оценку текстовых материалов, анализируя как параметры удобочитаемости, так и показатели лингвистической сложности. Схожесть значений индексов обеспечивает их совместное применение для анализа ясности текстов. Разработка инструмента оценки коммуникаций приобретает особую значимость для регуляторов. Такой инструментарий позволяет количественно оценить влияние понятности официальных коммуникаций на формирование инфляционных ожиданий и результативность реализации целей. Для оценки наличия и уровня влияния понятности коммуникаций по проводимой денежно-кредитной политике на заякоривание инфляции вблизи цели в данной работе был разработан новый инструмент – комбинированный индекса Флеша-Кинкейда и индекса туманности Ганнинга (Фог-индекса) (далее – CFI), рассчитываемый по формуле (3.11)

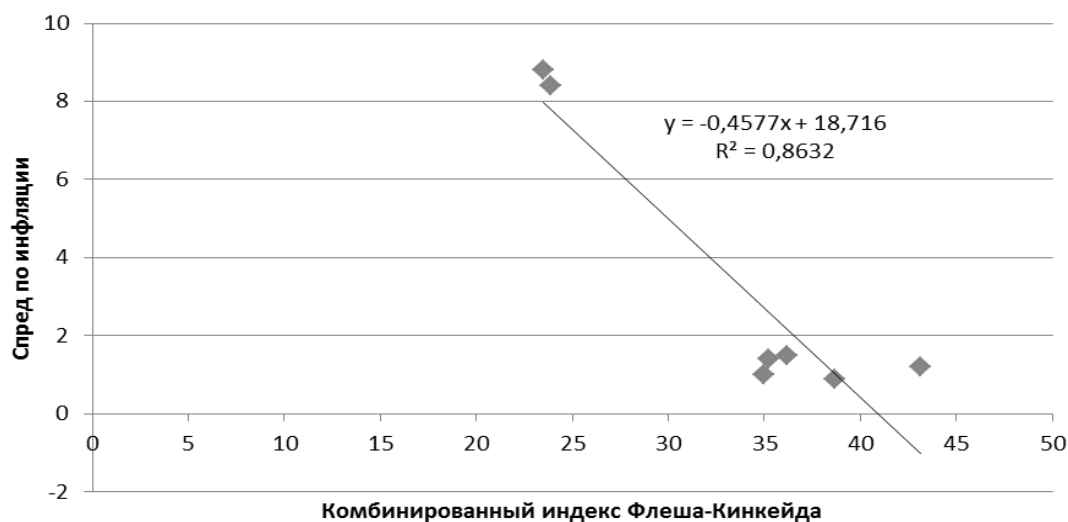
$$CFI = \left(0,39 \times \left(\frac{\text{Слова}}{\text{Предложения}} \right) + 11,8 \times \left(\frac{\text{Слоги}}{\text{Слова}} \right) - 15,59 + 0,4 \times \left(0,78 \times \frac{\text{Слова}}{\text{Предложения}} \right) + 100 \left(\frac{\text{Сложные слова}}{\text{Всего слова}} \right) - 15,59 \right) : 2. \quad (3.11)$$

Для оценки влияния использовалась линейная регрессия. Зависимая переменная – среднегодовой спред по инфляции (фактическое/целевое

значение), а в качестве регрессоров выступали значения индекса CFI, рассчитанные по одному из четырех Докладов о денежно-кредитной политике с 2017 года по 2024 год. Искомое уравнение регрессии имеет вид согласно формуле (3.12)

$$\hat{y} = -0,458x + 18,716. \quad (3.12)$$

Полученный коэффициент регрессии равный -0,46 отражает устойчивую обратную зависимость между понятностью коммуникаций и ставкой RUONIA в течение всего исследуемого периода. Данное значение свидетельствует, что повышение индекса CFI на один процентный пункт соответствует снижению среднегодового спреда по инфляции в среднем на 0,46%. Таким образом, повышение доступности и понятности коммуникаций, проводимое Банком России, имеет положительный эффект на уровень заякоренности инфляции вблизи цели, что отражено на рисунке 3.4.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.4 – Информационная открытость и таргетирование инфляции

Проверка уровня значимости коэффициента регрессии показала, что при заданном уровне значимости в 5%, коэффициент регрессии оказался значимым. Под уровнем значимости понималось вероятность отвергнуть нулевую гипотезу. Если $t_p > t_t$, то гипотеза H_0 отвергается с вероятностью ошибки $\alpha \times 100\%$. Это свидетельствует о значимости коэффициента

линейной регрессии и статистической существенности зависимости между факторным признаком (понятность коммуникаций) и результативным признаком (среднегодовой спред по инфляции). По результатам расчета при заданном уровне значимости и $k = 4$ степенями свободы $t_t = 2,77$, $t_p = 4,36$. Исходя из того, что расчетное значение $t_p > t_t$ гипотеза о статистической незначимости коэффициента линейной регрессии была отвергнута на заданном уровне значимости.

Проведенный анализ демонстрирует статистически значимую связь между ясностью коммуникаций регулятора и стабилизацией инфляции вокруг целевого значения на всех рассматриваемых периодах. Данный вывод подтверждает необходимость интеграции оценки удобочитаемости текстовых материалов в процесс разработки и реализации денежно-кредитной политики. Разработанный в данной работе инструмент оценки ясности коммуникации может быть использован Банком России для оперативной оценки основных текстовых коммуникационных продуктов. Улучшение удобочитаемости коммуникации будет способствовать повышению доверия общества к проводимой политике, повышению предсказуемости решений, снижению и закориванию инфляционных ожиданий [24]. Это, в свою очередь, позволит снизить риски непредсказуемых оттоков ликвидности и усилить эффекты реализации операционного механизма.

Теоретические предпосылки необходимости согласования денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, раскрыты в главе 1 диссертации через модель IS-LM Хикса-Хансена. Указанная модель основывается на достижении краткосрочного равновесия между уровнем процентных ставок, характеризующих монетарную составляющую экономической политики, и объемом реального выпуска, отражающим состояние реального сектора и находящимся под прямым воздействием мер фискального регулирования. Исходя из этого, взаимная координация инструментов фискальной и денежно-кредитной политики позволяет обеспечить устойчивый экономический рост

при минимизации рисков для макроэкономической и финансовой стабильности. Реализуя режим инфляционного таргетирования, центральный банк принимает на себя обязательство по обеспечению стабильности цен. Достижение указанной цели реализуется посредством применения широкого спектра рычагов воздействия на макроэкономические процессы [72]. При этом Правительство и органы, реализующие фискальную политику [2], могут своими инструментами как содействовать монетарным властям в обеспечении ценовой стабильности, так и препятствовать [28]. Исходя из этого, отсутствие координации действий Банка России и администраторов бюджетно-налоговой политики может не только препятствовать достижению целевых макроэкономических показателей, но и оказать на них обратные эффекты.

Необходимость проведения согласованной денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики основывается не только на теоретических умозаключениях о взаимовлиянии процессов, но и на аспектах работы конкретных инструментов по каждому из направлений регулирования. В российской экономике наблюдается высокая степень взаимовлияния денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик. Бюджетная политика оказывает значимые воздействия на условия применения инструментов денежно-кредитной политики. Так, бюджетные операции отражаются на объемах ликвидности банковского сектора, воздействуют на структуру хозяйственной системы, стимулируют рост экономики, оказывают влияние на цены, а также уровень страновой риск-премии. В рамках реализации операционного механизма, монетарным властям необходимо учитывать проведение бюджетных операций, так как расходы бюджетов бюджетной системы повышают уровень ликвидности банковского сектора, а взимание обязательных платежей, напротив, сокращает ее объем. Расходные операции бюджетной системы проводятся через бюджетные счета, открытые в Банке России [37].

На рынок межбанковского кредитования влияют бюджетные операции как автономный фактор формирования ликвидности банковского сектора. При неожиданном изменении денежных потоков из бюджетов бюджетной системы на счета кредитных организаций может возникнуть ситуация резкого изменения показателей ликвидности, что повлияет на ставки денежного рынка, изменение которых, в свою очередь, отразится на стоимости заемного финансирования для населения и бизнеса, и, как следствие, на динамике цен. В таких случаях важно обеспечить своевременное реагирование монетарных властей посредством применения инструментов денежно-кредитной политики (проведение депозитных аукционов, выпуск облигаций, предоставление кредитов, операций РЕПО) для достижения операционной цели. При этом важно не только определять направленность применения инструментов в ответ на изменение бюджетной политики, но и обеспечивать постоянную оценку качества скоординированности указанных политик в целях обеспечения синергетического воздействия применяемых инструментов на макроэкономические переменные для содействия устойчивому и долгосрочному экономическому росту [39]. Оценка скоординированности политик в сочетании с рассмотрением динамики макроэкономических показателей является нетривиальной задачей.

Для анализа взаимного влияния инструментов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики оптимально использование VAR. Модель VAR представляет собой усовершенствованную статистическую модель (развитие модели AR), которая позволяет выявить взаимосвязи между показателями, учитывая их динамику и взаимное влияние. Данная модель помогает оценить силу и диапазон реакции переменных на внезапные изменения одной из них. Такое влияние может быть визуализировано через построение графиков импульсных откликов. Ключевое преимущество моделирования с использованием VAR – это работа с множеством временных рядов: для каждой переменной строится уравнение, описывающее ее

поведение во времени и реакцию на другие факторы. С учетом модели совокупных расходов и структуры бюджетной системы России было определено, что наиболее репрезентативным показателем для оценки влияния бюджетно-налоговой политики на монетарные условия, является изменение уровня государственных расходов [22]. Данный вывод подтверждается широким применением объемов и индексов изменения государственных расходов в различных исследованиях, посвященных оценке воздействия фискальных инструментов на динамику показателей системы национальных счетов. Исходя из этого, показатель государственных расходов был выбран в качестве основного для осуществляемой оценки фискальных инструментов. При этом, для целей исследования также важно учитывать составляющие, отражающие реализацию бюджетно-налоговых инструментов на всей территории страны с учетом налоговых расходов государства. В связи с этим был использован объем расходов консолидированного бюджета Российской Федерации.

При этом базовым показателем для оценки реализации денежно-кредитной политики с учетом режима таргетирования инфляции были выбраны значения инфляции. Данный показатель одновременно в своей динамике отражает результирующий показатель управляющих воздействий действий Банка России в рамках применяемых монетарных инструментов, в том числе операций рефинансирования и абсорбирования ликвидности банковского сектора и изменений уровня ключевой ставки.

На основе указанных базовых предпосылок была построена система из двух регрессионных уравнений по формуле (3.13)

$$\begin{cases} G_t = b_1 G_{t-1} + \dots + b_n G_{t-n} + c_1 CPI_{t-1} + \dots + c_n CPI_{t-n} + \varepsilon_1 \\ CPI_t = d_1 G_{t-1} + \dots + d_n G_{t-n} + e_1 CPI_{t-1} + \dots + e_n CPI_{t-n} + \varepsilon_2 \end{cases} \quad (3.13)$$

где G – государственные расходы;

CPI – значение инфляции (индекса потребительских цен);

t – квартал соответствующего года;

n – количество лагов;

b, c, d, e – параметры модели;

ε – ошибка (остаток) при модели.

Как уже было отмечено, для построения VAR оценки координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в качестве эндогенных переменных взяты показатели расходов консолидированного бюджета (далее – Exr) и инфляции (далее – CPI). Данные, используемые для построения модели, были собраны из официальных источников информации и баз данных: ежемесячные данные о государственных расходах консолидированного бюджета Российской Федерации – официальный сайт Минфина России¹⁾, ежемесячные данные о значении инфляции – официальный сайт Банка России²⁾.

Для реализации VAR временные ряды расходов консолидированного бюджета и инфляции должны иметь стационарную форму. Для проверки стационарности временных рядов использовался расширенный тест Дики-Фуллера в программном продукте для статистических исследований Gretl. В соответствии с результатом теста p -значение для временного ряда расходов консолидированного бюджета составило 0,14, что больше допустимого 0,05. Для временного ряда CPI p -значение составило соответственно 0,39. Исходя из этого, временные ряды были признаны нестационарными относительно уровней ряда, что требовало их дополнительного преобразования и приведения к стационарному виду. Для приведения временных рядов CPI и Exr использовалось последовательное дифференцирование до принятия нулевой гипотезы об отсутствии единичного корня во временном ряду с уровнем доверия менее 0,05.

¹⁾ Министерство финансов Российской Федерации: официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://minfin.gov.ru/ru> (дата обращения: 10.01.2024). – Текст : электронный.

²⁾ Банк России: официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: https://cbr.ru/hd_base/infl (дата обращения: 10.01.2024). – Текст : электронный.

Следующим шагом в построении VAR стало определение оптимальной длины лага для обучения. Для этого, используя стационарные временные ряды внутренних (эндогенных) переменных и программу Gretl, была проведена симуляция VAR с лагами от 1 до 14 периодов. В процессе симуляции модель оценивалась по нескольким информационным критериям, включая критерии Акаике (AIC) [37], Ханнана-Куина (HQ) [40], Шварца (SC) [43]. На основании этих критериев было определено, что оптимальное количество лагов для модели равно 11 ($n = 11$, формула 10).

Таблица 3.5 – Характеристики векторной авторегрессионной модели

Переменная (Exp)	Параметры и ошибки (Exp)	t-статистика	Переменная (CPI)	Параметры и ошибки (CPI)	t-статистика
Exp _(t-1)	-1,00 0,04	-27,43	CPI _(t-1)	1,15 0,25	5,09
Exp _(t-2)	-1,00 0,03	-32,83	CPI _(t-2)	-0,59 0,25	-2,38
Exp _(t-3)	-1,00 0,08	-12,34	CPI _(t-3)	0,29 0,37	0,79
Exp _(t-4)	-1,05 0,05	-22,34	CPI _(t-4)	3,87 0,52	7,38
Exp _(t-5)	-0,98 0,07	-14,27	CPI _(t-5)	-0,42 0,26	-1,63
Exp _(t-6)	-1,04 0,06	-18,79	CPI _(t-6)	-1,66 0,33	-5,09
Exp _(t-7)	-1,08 0,06	-17,92	CPI _(t-7)	-1,3 0,19	-7,04
Exp _(t-8)	-1,18 0,09	-12,38	CPI _(t-8)	0,07 0,15	0,45
Exp _(t-9)	-1,14 0,07	-16,20	CPI _(t-9)	-0,62 0,24	-2,63
Exp _(t-10)	-1,13 0,09	-12,49	CPI _(t-10)	-0,62 0,26	-2,37
Exp _(t-11)	-1,18 0,07	-15,22	CPI _(t-11)	2,74 0,44	6,23

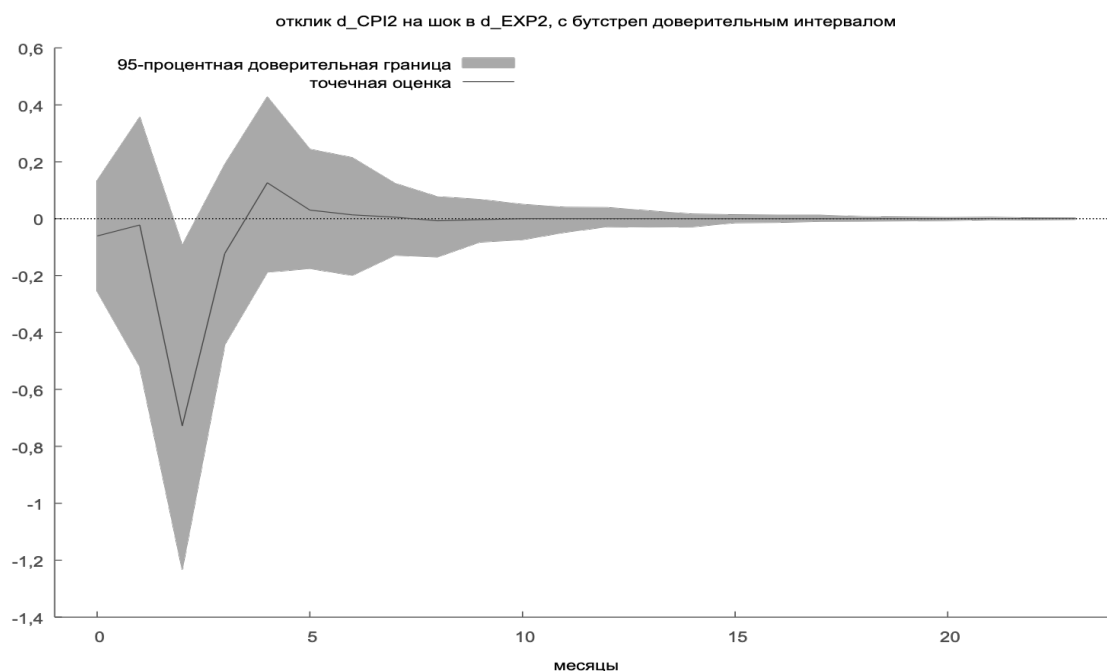
Источник: составлено автором.

Таблица 3.6 – Параметры авторегрессионной модели

Зависимые переменные	Параметры уравнения Exp	Параметры уравнения CPI
R ²	0,998	0,995
Скорректированный R ²	0,992	0,951
Статистика Дарбина-Уотсона	1,109	2,23

Источник: составлено автором.

Затем, чтобы проверить наличие и качество связей между переменными, включенными в модель, был проведен тест Грейнджера на причинность. Результаты теста показали наличие сильной взаимосвязи между переменными и высокую прогностическую способность модели с уровнем значимости более 95%. Это означает, что гипотеза об отсутствии причинно-следственной связи между переменными отвергается (принимается при уровне значимости менее 0,05). После оценки и тестирования базовой VAR были смоделированы функции импульсного отклика, демонстрирующие реакцию одного показателя на шоковое изменение другого [26]. Графики функций импульсного отклика приведены на рисунках 3.5 и 3.6.



Источник: составлено автором.

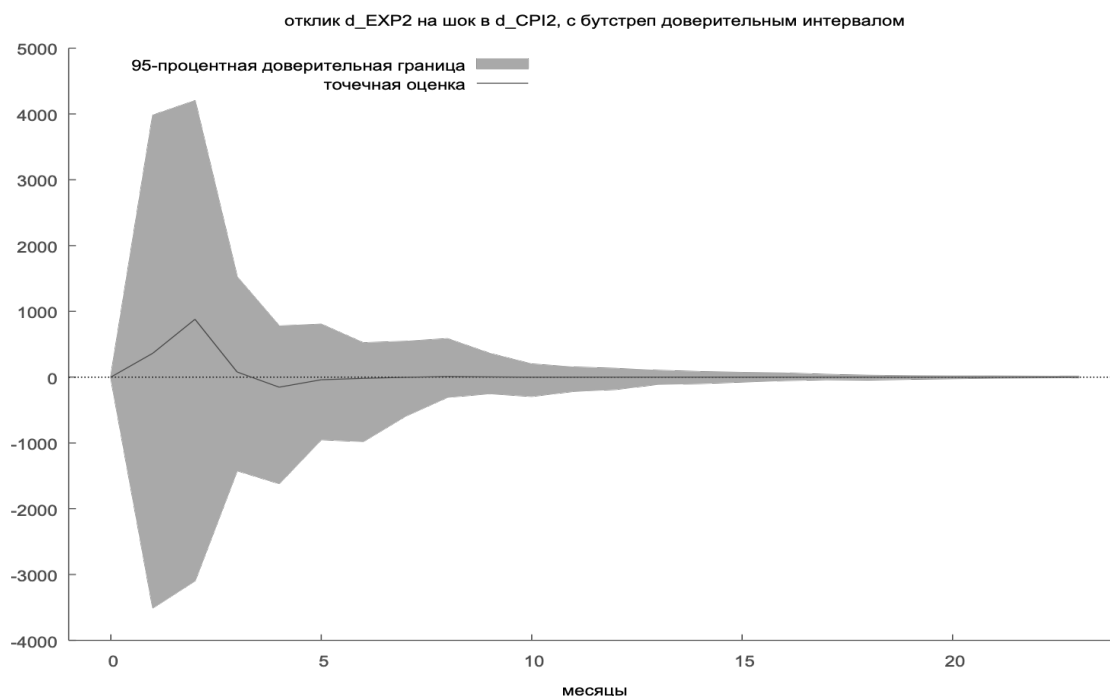
Рисунок 3.5 – Импульсный отклик инфляции на единичный шок расходов консолидированного бюджета в процентных пунктах

Функция импульсного отклика инфляции как показателя, отражающего результат проведения денежно-кредитной политики, на шоковое изменение показателя расходов консолидированного бюджета, как показателя, отражающего проведение бюджетно-налоговой политики, демонстрирует наличие существенного реакционного изменения. С учетом ретроспективного

анализа реакцию монетарной политики на применение фискальных инструментов регулирования можно охарактеризовать как существенную. Согласно рисунку 3.5 влияние шока расходов консолидированного бюджета в среднем влияет на изменение CPI на 0,8%.

Примечание – На рисунке 3.5 значение 0 соответствует периоду возникновения шокового импульса, а значения в диапазоне от 1 до 18 отражают период реакции показателя на возникновения шокового импульса.

При этом возвращение инфляции в исходное положение за счет инструментов денежно-кредитной политики происходит в течение пяти месяцев, что соответствует среднему периоду лага трансмиссии решений по денежно-кредитной политике от трех до шести кварталов.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3.6 – Импульсный отклик шок расходов консолидированного бюджета на единичный шок инфляции в процентных пунктах

Функция импульсного отклика показателя расходов консолидированного бюджета на шоковое изменение показателя инфляции не имеет такой заметной реакции. При этом данная реакция наиболее сильна в первых двух прогнозных периодах, что может свидетельствовать о небольшой краткосрочной корректировке администраторами темпов расходования

бюджетных средств. Действительно, объем государственных расходов преимущественно связан с исполнением бюджетных обязательств, в том числе обусловленных достижением целей, определенных документами стратегического планирования.

Примечание – На рисунке 3.6 значение 0 соответствует периоду возникновения шокового импульса, а значения в диапазоне от 1 до 20 отражают период реакции показателя на возникновение шокового импульса.

В целом результаты анализа функции импульсного отклика говорят о том, что реакция денежно-кредитной политики на шоки бюджетно-налоговой более существенна, чем реакция фискальной политики на шоковое изменение монетарных параметров. Купирование воздействий шоков со стороны бюджетной политики происходит в рамках допустимого диапазона лага трансмиссии решений по денежно-кредитной политике. Указанный инструмент оценки может быть использован Банком России для повышения качества согласованности денежно-кредитной и бюджетной политики. Повышение качества согласованности инструментов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик позволит обеспечить условия для долгосрочного и устойчивого экономического роста с минимизацией рисков для макроэкономической и финансовой стабильности.

Заключение

В рамках проведенного исследования была осуществлена систематизация основных концепций, типов, методов и инструментов денежно-кредитной политики. Проанализирована эволюция режимов денежно-кредитной политики Банка России, а также обоснован выбор инфляции в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики и проанализирован переход к режиму инфляционного таргетирования. В связи с отсутствием в экономической литературе системного подхода к определению сущности операционного механизма денежно-кредитной политики, на основе анализа российских и зарубежных исследований, а также с учетом существующего термина «операционная процедура денежно-кредитной политики», было разработано авторское определение «операционного механизма денежно-кредитной политики». Данное определение теоретически обосновано и учитывает все взаимосвязанные элементы механизма: форму и принципы его реализации, набор инструментов и операционный ориентир, а также условия, определенные системой целеполагания по денежно-кредитной политике. В целях формирования фундаментальных теоретических основ понимания, описания и оценки разработанного определения «операционного механизма денежно-кредитной политики» с точки зрения теории познания, сущности и научных ценностей, был сформулирован ряд принципов, по которым реализуется операционный механизм. На основе результатов анализа спреда между ключевой ставкой и индикативной однодневной ставкой денежного рынка RUONIA в диссертации предложен подход к оценке качества реализации операционной цели денежно-кредитной политики вследствие перехода к режиму инфляционного таргетирования.

В рамках рассматриваемого режима основным инструментом денежно-кредитной политики является ключевая ставка, управление которой обеспечивает достижение целевого ориентира по инфляции на среднесрочном

горизонте. Применение среднесрочного горизонта планирования обусловлено косвенным характером воздействия регулятора на инфляцию через трансмиссионный механизм. Банк России способен влиять на ставки денежного рынка с помощью инструментов операционного механизма, что находит подтверждение в проведенном исследовании. При этом депозитные и кредитные ставки адаптируются к текущим значениям денежно-рыночных ставок. В этой связи на основе корреляционно-регрессионного анализа взаимосвязи ключевой ставки и ставок денежного рынка с разными сроками разработан подход к анализу качества передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Экономические агенты формируют свои решения относительно потребления, накоплений, инвестиционной активности и ценообразования, ориентируясь на текущие значения процентных ставок и валютного курса. Взаимосвязанный характер этих решений создает кумулятивный эффект, что приводит к существенному временному лагу в проявлении влияния денежно-кредитной политики на инфляцию.

Режим инфляционного таргетирования выполняет стабилизирующую функцию в условиях положительного шока совокупного спроса, приводящего к превышению фактического ВВП над потенциальным уровнем и росту инфляции выше целевого ориентира. Осуществляя меры рестрикционной денежно-кредитной политики, центральный банк одновременно способствует возвращению фактического ВВП к потенциальному уровню и инфляции к установленному целевому уровню. Схожая ситуация возникает и в условиях отрицательного разрыва выпуска при проведении стимулирующей денежно-кредитной политики. В таких случаях достигается синхронизация целей инфляционного таргетирования и задач макроэкономической стабилизации. Операционный механизм Банка России в подобных условиях способствует снижению волатильности как инфляционных процессов, так и отклонений фактического ВВП от потенциального уровня. В работе автором на основе

зарубежного опыта дополнен спектр оцениваемой информации и даны предложения по увеличению частоты опросов для повышения репрезентативности и объективности учета региональных особенностей при принятии решений по денежно-кредитной политике.

В работе отдельное внимание уделено противоречию целей денежно-кредитной политики, возникающему в условиях отклонения фактического ВВП от потенциального уровня вследствие отрицательных шоков предложения, имеющих стагфляционный характер. К основным причинам таких шоков отнесены рост производственных издержек, ухудшение условий торговли и отток капитала, который провоцирует ослабление национальной валюты, сокращение выпуска и рост цен. В условиях стагфляционных шоков требуется обеспечить сбалансированность между целями стабилизационной денежно-кредитной политики и задачами инфляционного таргетирования. Учитывая приверженность Банка России операционистскому подходу, акцентирующему управление ожиданиями экономических агентов для достижения ценовой стабильности, в исследовании детализированы практические меры по повышению прозрачности и понятности денежно-кредитной политики. Кроме того, проанализирована зависимость ясности коммуникаций и закоривания инфляционных ожиданий экономических агентов, а также разработан новый инструмент для оценки текстовых коммуникаций при реализации денежно-кредитной политики на основе комбинированного индекса Флеша-Киндкейда.

Принимая во внимание, что денежно-кредитная политика является важным направлением государственной экономической политики, считаем, что она должна ориентироваться в своей конечной цели на создание таких монетарных условий, которые бы обеспечивали системную модернизацию и развитие экономики. В этой связи автором дополнен инструментарий специализированных механизмов рефинансирования, которые могут быть использованы для развития долгосрочного фондирования. На основе

проведенного анализа международного опыта было определено, что текущий операционных механизм денежно-кредитного политики в условиях санкционного давления может быть дополнен своп-линиями между Банком России и центральными банками дружественных стран. Также в целях повышения согласованности применения инструментов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики предложен инструмент для оценки качества такой согласованности на основе построения VAR и импульсных окликов. Кроме того, автором предложен механизм дифференциации резервных требований и внесены предложения по корректировке состава резервируемых обязательств, что позволит повысить эффективность операционного механизма денежно-кредитной политики посредством сближения процентных ставок по рыночным операциям коммерческих банков с ключевой ставкой на разных сроках. Это будет способствовать созданию монетарных условий для развития долгосрочного фондирования в экономике, содействию процессам структурной адаптации экономики и выхода на путь устойчивого экономического роста.

Список литературы

Нормативные правовые акты

1. Российская Федерация. Законы. Конституция Российской Федерации [принята всенародным голосованием 12.12.1993 с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 01.07.2020]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28399/ (дата обращения: 10.08.2024).
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: 12.04.2023).
3. 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: 21.10.2024).
4. Российская Федерация. Законы. О банках и банковской деятельности : федеральный закон № 395-1-ФЗ [принят Государственной Думой 02 декабря 1990 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5842/ (дата обращения: 14.11.2024).
5. Российская Федерация. Законы. О совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы : федеральный закон № 211-ФЗ [принят Государственной Думой 09 июля 2020 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL:

https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_357765/ (дата обращения: 21.10.2024).

6. Российская Федерация. Законы. О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ : федеральный закон № 259-ФЗ [принят Государственной Думой 24 июля 2019 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW330652/ (дата обращения: 16.02.2023).

7. Российская Федерация. Законы. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон № 259-ФЗ [принят Государственной Думой 22 июля 2020 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/ (дата обращения: 01.03.2024).

8. Российская Федерация. Законы. О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ : федеральный закон № 259-ФЗ [принят Государственной Думой 24 июля 2019 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_330652/ (дата обращения: 16.02.2023).

9. О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года [Указ Президента РФ от 07.05.2024 № 309]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_475991/ (дата обращения: 20.12.2023).

10. Об обязательных резервах кредитных организаций [Положение Банка России от 11.01.2021 № 753-П]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_386224/ (дата обращения: 23.09.2023).

11. О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами [Положение Банка России от 12.11.2007 № 312-П]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/cons_doc_LAW_73508/ (дата обращения: 12.11.2024).

12. О форме и условиях рефинансирования кредитных организаций под обеспечение [Указание Банка России от 22.05.2018 № 4801-У]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_399102/ (дата обращения: 12.01.2024)

Книги, монографии

13. Абрамова, М.А. Современная денежно-кредитная политика: учебник / коллектив авторов ; под редакцией Абрамовой М.А. – Москва : Кнорус, 2022. – 332 с. – ISBN 978-5-406-07666-8.

14. Финансовые рынки и банки в трансформирующемся мире / Л.Н. Андрианова, Е.И. Аниканов, И.Е. Шакер [и др.] – Москва : Кнорус, 2022. – 178 с. – ISBN 978-5-406-09527-0.

15. Банковское регулирование и надзор : учебник / И.В. Ларионова, С.Е. Дубова, А.С. Кутузова [и др.] ; под редакцией И.В. Ларионовой, С.Е. Дубовой. – Москва : КноРус, 2021. – 286 с. – ISBN 978-5-406-08098-6.

16. Лаврушин, О.И. Банковское дело. Современная система кредитования: учебное пособие / О.И. Лаврушин, О.Н. Афанасьева. – Москва : Кнорус, 2021. – 358 с. – ISBN 978-5-406-06008-7.

Статьи

17. Абрамова, М.А. Современная денежно-кредитная политика России: проблемы формирования нового вектора / М.А. Абрамова // Вестник

Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2017. – № 2. Том 66. – С. 30-35. – ISSN 1994-5094.

18. Абрамова, М.А. Ключевые аспекты современной денежно-кредитной политики России: мнение экспертов / М.А. Абрамова, С.Е. Дубова, Л.Н. Красавина, О.И. Лаврушин [и др.] // Экономика. Налоги. Право. – 2016. – № 1. – С. 7-15. – ISSN 1999-849X.

19. Александрова, Л.С. Банковское кредитование населения в условиях экономической нестабильности / Л.С. Александрова, И.Д. Ковальчук // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 12. – С. 7-15. – ISSN 2619-1474.

20. Андреев, М. Макропруденциальная политика и анализ финансовой (не)стабильности в Российской Федерации / М. Андреев, М.Ю. Пейрис, А. Широбоков, Д.П. Цомокос // Российский журнал денег и финансов. – 2019. – № 78. Том 3. – С. 3–37. – ISSN 2712-8350.

21. Аниканов, Е.И. Операционный механизм денежно-кредитной политики: теоретические основы и принципы реализации / Е.И. Аниканов, С.Е. Дубова // Банковское дело. – 2025. – № 4. – С. 22-27. – ISSN 2071-4904.

22. Аниканов, Е.И. Оценка согласованности денежно-кредитной и бюджетной политики в России / Е.И. Аниканов // Научно-практический, теоретический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения». – 2024. – № 4. Том 6. – С. 135-142. – ISSN 2227-3891.

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

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

25. Аниканов, Е.И. Оценка эффектов передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России / Е.И. Аниканов, С.Е. Дубова // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 2. – С. 9-16. – ISSN 2658-3917.

26. Волков, И.И. Взаимодействие денежно-кредитной и бюджетной политики: теоретические и практические аспекты / И.И. Волков // Финансы и кредит. – 2013. – №. 27. Том 555. – С. 59-63. – ISSN 2071-4688.

27. Дубова, С.Е. Инфраструктура обеспечения финансовой доступности / С.Е. Дубова, И.В. Балалаев // Финансовые рынки и банки. – 2023. – № 9. – С. 38-43. – ISSN 2658-3917.

28. Дробышевский, С. Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса / С. Дробышевский, А. Киюцевская, П. Трунин // Вопросы экономики. – 2016. – № 5. – С. 5-24. – ISSN 0042-8736.

29. Ершов, М.В. Какая экономическая политика нужна России в условиях санкций? / М.В. Ершов // Вопросы экономики. – 2014. – № 12. – С. 37-53. – ISSN 0042-8736.

30. Зеленева, Е.С. Принципы и инструменты денежно-кредитной политики в условиях экономической нестабильности / Е.С. Зеленева, А.О. Лихопой // Финансовый менеджмент. – 2023. – № 1. – С. 100-106. – ISSN 1607-968X.

31. Картаев, Ф.С. Оценка влияния монетарной политики на экономический рост для различных групп стран / Ф.С. Картаев // Финансы: теория и практика. – 2018. – № 1. Том 22. – С. 50-63. – ISSN 2587-5671.

32. Кочергин, Д.А. Центробанковские цифровые валюты: ключевые характеристики и направления влияния на денежно-кредитную и платежную системы / Д.А. Кочергин, А.И. Янгирова // Финансы: теория и практика. – 2019. – № 4. Том 23. – С. 80-98. – ISSN 2587-5671.

33. Кропин, Ю.А. Проблемы экономического роста России в условиях современной единой государственной денежно-кредитной политики и

использования ЦБ РФ ключевой ставки. / Ю.А. Кропин // Экономика. Налоги. Право. – 2020. – № 13. Том 1. – С. 34-41. – ISSN 2587-5671.

34. Киюцевская, А.М. Курсовая политика в рамках инфляционного таргетирования: мировая практика и действия Банка России / А.М. Киюцевская, П.В. Трунин // Деньги и кредит. – 2017. – № 5. – С. 32-39. – ISSN 0130-3090.

35. Ляндау, Ю.В. Влияние инструментов денежно-кредитной политики Банка России на показатели экономического развития / Ю.В. Ляндау, Д.М. Тер-Ованесов // Инновации и инвестиции. – 2023. – № 1. – С. 112-114. – ISSN 2307-180X.

36. Носков, С.И. Динамический критерий согласованности поведения при оценке адекватности регрессионных моделей / С.И. Носков // Вестник Технологического университета. – 2021. – № 7. Том 24. – С. 103-105. – ISSN отсутствует.

37. Перевышин, Ю.Н. Ускорение инфляции потребует высокой ключевой ставки в 2023-2024 гг. / Ю.Н. Перевышин, П.В. Трунин // Экономическое развитие России. – 2023. – № 12. – С. 4-8. – ISSN 2306-5001.

38. Прончатов, Е.А. Резервные требования Банка России на службе социально-экономической политики государства / Е.А. Прончатов // Банковское дело. – 2011. – № 7. – С. 21-24. – ISSN 2071-4904.

39. Рамазанов, С.А. Особенности координации фискальной и денежно-кредитной политики в условиях Европейского экономического и валютного союза / С.А. Рамазанов, В.А. Одинокоев // Финансы и кредит. – 2014. – № 13. – С. 47-55. – ISSN 2071-4688.

40. Сасаев, Н.И. Первичная оценка экономической эффективности стратегических направлений развития газовой отрасли России / Н.И. Сасаев // Экономика и математические методы. – 2020. – № 2. Том 56. – С. 52-65. – ISSN 0424-7388.

41. Скалкин, В.В. Неконвенциональная монетарная политика: влияние производных финансовых инструментов для выхода из кризиса / В.В. Скалкин, Т.И. Минина // Хроноэкономика. – 2018. – № 4. Том 12. – С. 47-51. – ISSN отсутствует.

42. Станик, Н.А. Действие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в российской практике / Н.А. Станик, Н.И. Крайнюков // Экономика. Налоги. Право. – 2020. – № 1. – С. 20-33. – ISSN 2619-1474.

43. Теняков, И.М. Российская специфика факторов экономического роста: опыт эконометрического моделирования / И.М. Теняков // Экономическая наука современной России. – 2018. – № 3. – С. 22-35. – ISSN 1609-1442.

44. Фиापшев, А.Б. Феномен цифровых валют как альтернатива фиатным деньгам / А.Б. Фиапшев // Экономика. Налоги. Право. – 2020. – № 5. – С. 81-87. – ISSN 2619-1474.

45. Юдаева, К.В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации / К.В. Юдаева // Вопросы экономики – 2014. – № 9. – С. 4-12. – ISSN 0042-8736.

Источники на иностранных языках

46. Algan, Y. Trust, Growth, and Well-Being: New Evidence and Policy Implications / Y. Algan, P. Cahuc, P. Aghion, S. Durlauf // Handbook of Economic Growth. – 2014. – Volume 2. – P. 49-120. – ISSN 2532-1476.

47. Barro, R. Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy / R. Barro, D. Gordon // Journal of Monetary Economics. – 1983. – № 1. Volume 12. – P. 101-122. – ISSN отсутствует.

48. Baumol, W. The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach / W. Baumol, J. Tobin // Quarterly journal of economics. – 1952. – № 4. Volume 66. – P. 545-556. – ISSN 1531-4650.

49. Bernanke, B. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience / B. Bernanke, T. Lauch, F. Mishkin, A. Posen // Princeton University Press. – 2001. – P. 2-89. – ISBN 9780691086897.

50. Blinder, A., Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence / A. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan, D. Jansen // Journal of Economic Literature. – 2008 – Vol. 46. – № 5. – P. 910-945. – ISSN 2328-8175.

51. Boar, C. Ready, Steady, Go? – Results of the Third BIS Survey on Central Bank Digital Currency. / C. Boar, A. Wehrli // Bank for International Settlements // BIS Papers. – 2021. – № 114. – P. 23. – ISSN 1682-7651.

52. Brazier, A. The Danger of Inflating Expectations of Macroeconomic Stability: Heuristic Switching in an Overlapping-Generations Monetary Model. / A. Brazier, R. Harrison, M. King, T. Yates // International Journal of Central Banking. – 2016. – № 4. Volume 2. – P. 219-254. – ISSN 2328-8175.

53. Calvo, G. Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework / G. Calvo // Journal of Monetary Economics. – 1983. – № 12. – P. 383-98. – ISSN отсytctbyet.

54. Clarida, R. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective / R. Clarida, J. Gali, M. Gertler // Journal of Economic Literature. – 1999. – № 37. – P. 661-680. – ISSN 2328-8175.

55. Cottarelli, C. The Nonmonetary Determinants of Inflation: A Panel Data Study / C. Cottarelli, M. Griffiths, R. Moghadam // IMW WP. – 2008. – № 1. Volume 19. – P. 1-29. – ISSN отсytctbyet.

56. DeLong, B. America's Peacetime Inflation: The 1970s, C.Romer and D.Romer Reducing Inflation: Motivation and Strategy / B. DeLong / Chicago: University of Chicago Press. – 1997. – P. 247-280. – ISBN 0-226-72484-0.

57. Eggoh, J. On the nonlinear relationship between inflation and economic growth / J. Eggoh., M. Khan // Research in Economics. – 2014. – № 2. – Volume 68. – P. 133–143. – ISSN отсytctbyet.

58. Friedman, M. The quantity theory of money – a restatement. In Studies in the Quantity Theory of Money, ed. / M. Friedman // Chicago: University of Chicago Press. – 1967. – P. 2-11. – ISBN 0226264068.

59. Flesch, R. A New Readability Yardstick / R. Flesch // Journal of Applied Psychology. – 1948. – № 3. Volume 32. – P. 221–233.

60. Phelps, E. Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations / E. Phelps J. Taylor // Journal of Political Economy. – 1977. – № 1. Volume 85. – P. 163-90. – ISSN 0022-3808.

61. Goodfriend, M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy / M. Goodfriend // Journal of Economic Perspectives. – 2007. – № 4. Volume 21. – P. 47-68. – ISSN 1444-7965.

62. Ghosh, A. Two targets, two instruments: monetary and exchange rate policies in market economies / A. Ghosh, J. Ostry, M. Chamon // Journal of International Money and Finance. – 2016. – № 60. – P. 172-196. – ISSN 1444-7965.

63. Ibarra, R. Reexamining the relationship between inflation and growth: Do institutions matter in developing countries? / R. Ibarra, D. Trupkin // Economic Modelling. – 2016. – Volume 52. – P. 332-351. – ISSN 1444-7965.

64. Holston, K. Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants / K. Holston, T. Laubach, J. Williams // NBER Working Paper. – 2016. – № 11. – P. 2-20. – ISSN 1444-7965.

65. Joyce, M. Quantitative easing and unconventional monetary policy – An introduction / M. Joyce, D. Miles, A. Scott, D. Vayanos // The Economic Journal. – 2012. – № 122. – P. 271–288. – ISSN 0013-0133.

66. Keynes, J. The General Theory of Employment. / J. Keynes // The Quarterly Journal of Economics. – 1937. – Volume 2. – P. 20-23. – ISSN 1444-7965.

67. Klein, M. The Digital Euro and the Role of DLT for Central Bank Digital Currencies / M. Klein, J. Gross // Frankfurt School of Finance & Management GmbH // FSBC Working Paper. – 2020. – P. 24. – ISSN 1444-7965.

68. Kydland, F. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans / F. Kydland, E. Prescott // Journal of Political Economy. – 1977. – Volume 85. – P. 473-492. – ISSN отсутствует.

69. Loleyt, A. The Process of Formation of Inflation Expectations in an Information Economy. / A. Loleyt, I. Gurov // IFC Bulletin. – 2011. – № 34. – P. 104-127. – ISSN 0130-3090.

70. Lucas, R. Rational Expectations and Econometric Practice. / R. Lucas, T. Sargent // Minneapolis: University of Minnesota Press. – 1981. – Volume 1. – P. 24-57. – ISBN 0816609179.

71. Lucas, R. Expectations and the Neutrality of Money / R. Lucas // Journal of Economic Theory. – 1972. – № 4. – P. 103-24. – ISSN отсутствует.

72. Marattin, L. A welfare perspective on the fiscal–monetary policy mix: The role of alternative fiscal instruments / L. Marattin, M. Marzo, P. Zagaglia // Journal of Policy Modeling. – 2011. – № 6. Volume 33. – P. 920-952. – ISSN 0130-3090.

73. Mishkin, F. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy / F. Mishkin // NBER working paper. – 1996. – Volume 5464. – P. 1-29. – ISSN отсутствует.

74. Neanidis, K. Macroeconomic uncertainty, inflation and growth: Regime-dependent effects in the G7. / K. Neanidis, C. Savva // Journal of Macroeconomics. – 2013. – Volume 35. – P. 81–92.

75. North, D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. / D. North // Cambridge University Press. – 1990. – P. 86-89. – ISBN 9780511808678.

76. Obstfeld, M. The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility / M. Obstfeld, J. Shambaugh, A. Taylor // Review of Economics and Statistics. – 2005. – № 3. Volume 87. – P. 423-438. – ISSN отсутствует.

77. Phelps, E. Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations / E. Phelps, J. Taylor // Journal of Political Economy. – 1977. – Volume 85. – P. 163-90. – ISSN 1944-7965.

78. Phelps, E. Phillips Curve, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time / E. Phelps // Economica. – 1967. – № 34. Volume 3. – P. 54-81. – ISSN отсутствует.

79. Phelps, E. The Origins and Further Development of the Natural Rate of Unemployment / E. Phelps // Cambridge University Press. – 1995. – P. 6-10. – ISSN 2732-494X.

80. Rogoff, K. Dealing with monetary paralysis at the zero bound / K. Rogoff // Journal of Economic Perspectives. – 2017. – № 31. Volume 3. – P. 47-66. – ISSN 1944-7965.

81. Solow, R. Technical change and the aggregate production function / R. Solow // Review of Economics and Statistics. – 1957. – № 3. Volume 39. – P. 312-320. – ISSN 1530-9142.

82. Sheshinski, E. Inflation and Costs of Price Adjustment / E. Sheshinski, Y. Weiss // Review of Economic Studies. – 2021. – № 2. Volume 44. – P. 287-303. – ISSN 00346527.

83. Taylor, J. Staggered Wage Setting in a Macro Model / J. Taylor // American Economic Review. – 1979. – № 69. – P. 108-13. – ISSN 944-7981.

84. Yanagawa, N. Digital Innovation, Data Revolution and Central Bank Digital Currency / N. Yanagawa, H. Yamaoka // Bank of Japan. Working Paper Series. – 2019. – № 19-E-2. – P. 19. – ISSN 1944-7965.

Электронные ресурсы

85. Операционная процедура денежно-кредитной политики Банка России / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/h_policy_notes_b_2_2.pdf (дата обращения: 04.03.2025). – Текст : электронный.

86. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: https://cbr.ru/analytics/bank_sector/develop/ (дата обращения: 01.02.2025). – Текст : электронный.

87. Система инструментов денежно-кредитной политики / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: https://www.cbr.ru/oper_br/o_dkp/mp_framework/ (дата обращения: 04.12.2023). – Текст : электронный.

88. О стратегии развития рынка услуг бюро кредитных историй / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/50684/consultation_paper_171024.pdf (дата обращения: 11.02.2023). – Текст : электронный.

89. Обзор платформенных сервисов в России за 2023 год – 1 квартал 2024 года / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/49243/platform_services (дата обращения: 15.10.2024). – Текст : электронный.

90. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: [https://www.cbr.ru/content/document/file/164702/on_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/content/document/file/164702/on_2025(2026-2027).pdf) (дата обращения: 11.12.2024). – Текст : электронный.

91. Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.cbr.ru/Collection/File/54916/> (дата обращения: 11.02.2023). – Текст : электронный.

92. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов / Министерство финансов Российской Федерации : официальный сайт. –

Обновляется в течение суток. – URL: <https://minfin.gov.ru/> (дата обращения: 27.10.2024). – Текст: электронный.

93. Среднесрочный прогноз Банка России по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке 25 октября 2024 года / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.cbr.ru> (дата обращения: 28.11.2024). – Текст : электронный.

94. Цели и принципы денежно-кредитной политики / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: https://www.cbr.ru/dkp/objective_and_principles/ (дата обращения: 12.05.2025). – Текст : электронный.

95. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019 / International Monetary Fund: официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/> (дата обращения: 12.05.2023). – Текст : электронный.

96. Исследование рынка мезонинного финансирования в России в 2019-2022 гг. / KPMG : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://kpmg.com> (дата обращения: 11.07.2023). – Текст : электронный.

97. Цифровая грамотность россиян: исследование 2020 / НАФИ : официальный сайт. – URL: <https://nafi.ru/analytics/> (дата обращения: 04.05.2023). – Текст : электронный.

98. Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation. – URL: <https://www.fsb.org/uploads/P181223.pdf> (дата обращения: 20.10.2024). – Текст : электронный.

99. Рынок ценных бумаг // НАУФОР : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=26458> (дата обращения: 03.03.2023). – Текст : электронный.

100. Цифровая грамотность россиян: исследование 2020 / НАФИ : официальный сайт. – URL: <https://nafi.ru/> (дата обращения: 04.05.2023). – Текст : электронный.

101. Цифровой рубль. Доклад для общественных консультаций / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: https://www.cbr.ru/analytics/d_ok/dig_ruble/ (дата обращения: 15.07.2023). – Текст : электронный.

102. Official Monetary and Financial Institutions Forum. Retail CBDCs. The Next Payments Frontier. – URL: <https://www.omfif.org/> (дата обращения: 21.08.2023). – Текст : электронный.

103. Proposals for re-channeling funds to meet social priorities / Federal Reserve Bank of Boston, conference proceedings. – URL: <http://surl.li/nwpvbn> (дата обращения: 23.12.2024). – Текст : электронный.

104. Making headway – Results of the 2022 BIS survey on central bank digital currencies and crypto. – URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap136.pdf> (дата обращения: 02.03.2024). – Текст : электронный.

105. US inflation: Set for take-off? – URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/> (дата обращения: 02.09.2024). – Текст : электронный.

106. Концепция цифрового рубля / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.cbr.ru/content/document/file> (дата обращения: 01.02.2023). – Текст : электронный.

107. Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике – Вашингтон, округ Колумбия, США: Международный Валютный Фонд. – URL: <https://www.imf.org/-/media/Websites> (дата обращения: 01.10.2024). – Текст : электронный.

108. Условия кешбэка должны раскрываться банками полностью: рекомендации Банка России и ФАС / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=16991> (дата обращения: 01.02.2023). – Текст : электронный.

109. Как принимаются решения по ключевой ставке / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbr.ru/dkp/> (дата обращения: 01.02.2023). – Текст: электронный.

110. Банк России ввел с 10 марта по 10 сентября временный порядок операций с наличной валютой для юридических лиц и индивидуальных предпринимателей. – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12749> (дата обращения: 11.12.2024). – Текст : электронный.

111. Инфляционные ожидания / Банк России : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.cbr.ru/analytics/dkp> (дата обращения: 03.02.2025). – Текст : электронный.

112. Federal reserve economic data. St. Louis Fed. : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WCTCL> (дата обращения: 22.01.2024). – Текст : электронный.

113. Bank of England. : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.bankofengland.co.uk/statistics> (дата обращения: 23.01.2024). – Текст : электронный.

Приложение А (информационное)

Операционный механизм денежно-кредитной политики с декомпозицией целеполагания



Источник: составлено автором.

Рисунок А.1 – Структурно-функциональная схема операционного механизма денежно-кредитной политики Банка России

Приложение Б (информационное)

Принципы операционного механизма денежно-кредитной политики и их характеристика

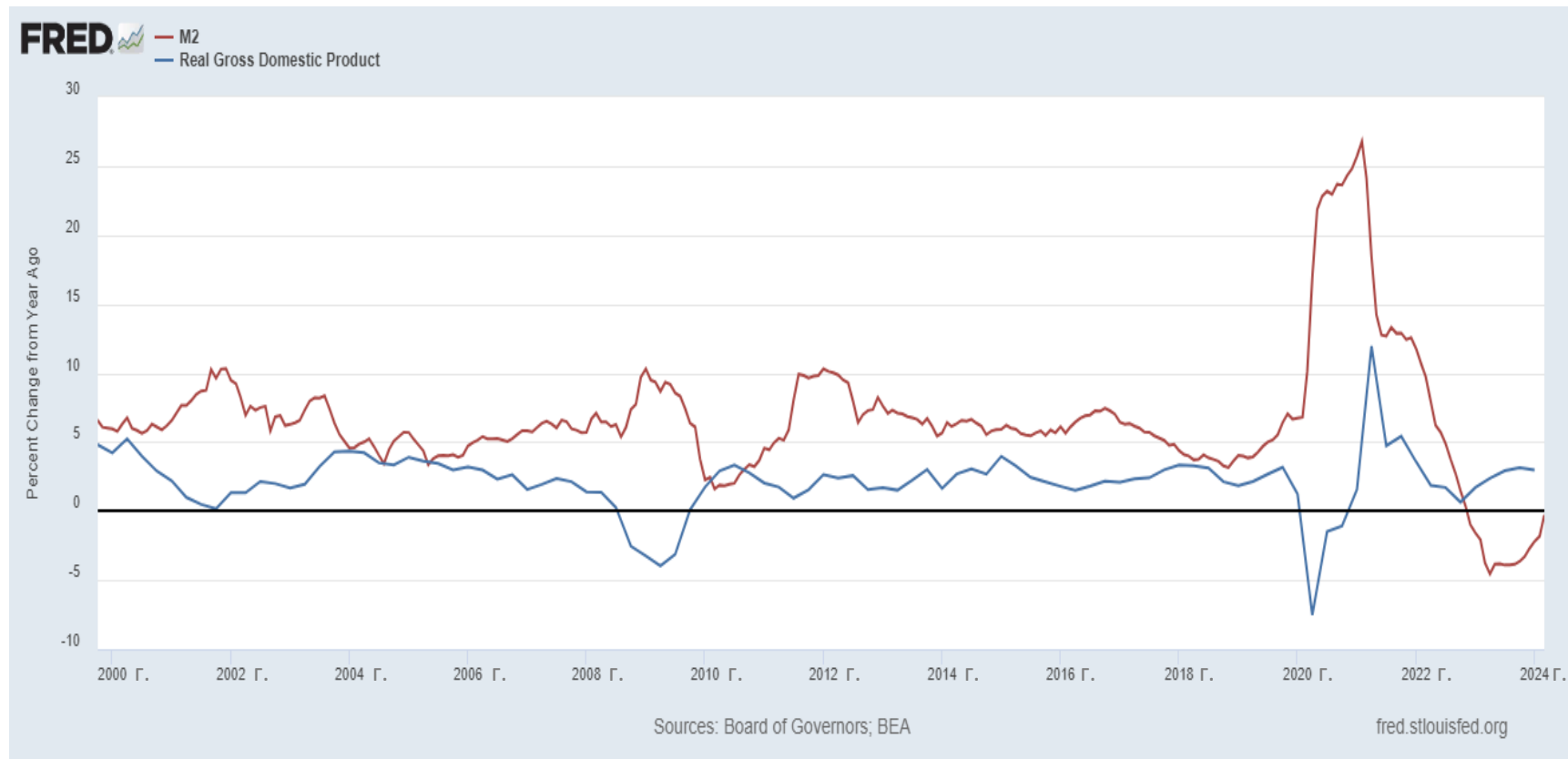
Принципы операционного механизма денежно-кредитной политики	
Принцип	Характеристика принципа
Принцип нацеленности на краткосрочные ставки денежного рынка	– воздействие на краткосрочные ставки обеспечивает возможность влиять на ставки на всей трансфертной кривой – влияние ценообразования краткосрочных ставок денежного рынка на ПФИ с разными сроками, а также продукты со встроенными плавающими ставками – изменение стоимости срочных инструментов влияет на кредитно-депозитные продукты и, как следствие, на совокупный спрос и инфляцию
Принцип безусловной реализации операционного механизма	– возможность воздействовать операционным механизмом на ставки денежного рынка при любом состоянии ликвидности – учет динамики ликвидности и наличия необходимого объема обеспечения у коммерческих банков – выбор системы управления ставками в зависимости от состояния структурного баланса ликвидности
Принцип минимизации величины и волатильности спреда	– нацеленность на сближение ставок сегмента овернайт денежного рынка с ключевой ставкой – проведение оценки не только баланса ликвидности банковского сектора, но и времени до конца периода усреднения обязательных резервов для определения инструментов снижения волатильности спреда – мониторинг глубины охвата избытка или профицита у коммерческих банков
Принцип избегания эффекта вытеснения	– определение оптимальной ширины коридора процентных ставок – ограничение чрезмерного сужения процентного коридора для содействия совершения операций банками на рынке МБК – недопущение замещения рыночных операций в связи с возможностью снижения качества трансмиссии ключевой ставки на ставки участников рынка и, как следствие на совокупный спрос и инфляцию
Принцип содействия развитию финансового рынка	– создание стимулов для участников рынка по повышению качества управления ликвидностью с помощью рыночных механизмов – развитие возможности круглосуточного доступа банков и клиентов к срочным и несрочным переводам денежных средств – использование банками обеспечения по всем доступным кредитам Банка России в начале операционного дня для проведения платежей клиентов
Принцип учета цифровизации финансовых услуг	– ускорение проведения сделок и усиление конкуренции на финансовом рынке конкуренцию за счет развития ОФП, ОИП, ОИС – учет динамики и параметров кредитования посредством инструмента краудлендинга для повышения качества трансмиссии ставки политики на денежно-кредитные условия в экономике

Источник: составлено автором.

Рисунок Б.1 – Принципы операционного механизма денежно-кредитной политики

Приложение В (информационное)

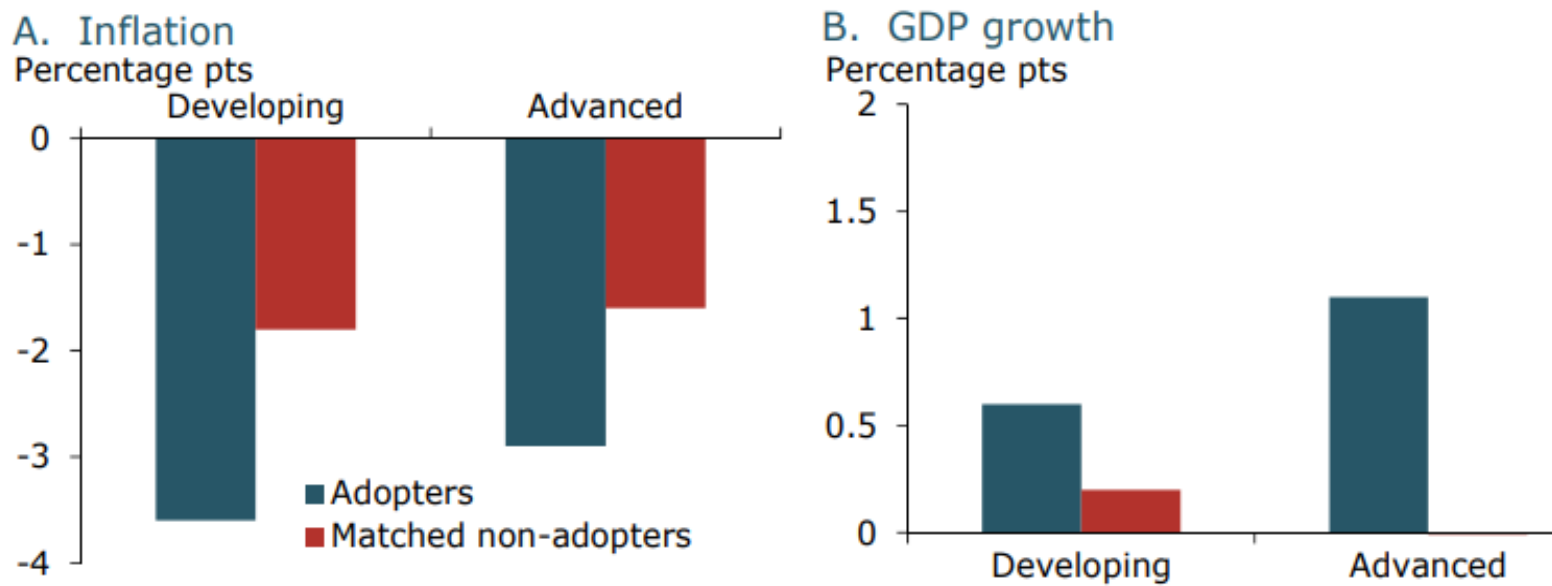
Взаимосвязь денежной массы и динамики реального ВВП



Источник: составлено автором по данным FRED.
Рисунок В.1 – Темп прироста денежной массы и реального ВВП России
за период с 2000 года по 2024 год в процентах годовых

Приложение Г
(информационное)

Результаты перехода стран к режиму инфляционного таргетирования



Источник: Federal Reserve Bank of San Francisco.

Рисунок Г.1 – Сравнительная динамика инфляции и реального ВВП
при переходе к режиму инфляционного таргетирования

Приложение Д
(информационное)

**Ключевые макроэкономические показатели в разрезе развитых стран
и стран с формирующимися рынками**

Таблица Д.1 – Ключевые макроэкономические показатели в разрезе развитых стран и стран с формирующимися рынками за 2023 год

Показатели	Население		ВВП		ВВП по ППС		Товарный экспорт		Активы банков		Стоимость акций	
	млн	процент	млрд долл.	процент	млрд долл.	процент	млрд долл.	процент	млрд долл.	процент	млрд долл.	процент
Развитые страны	1 080	14,3	60 929	58,3	71 920	41,1	19 081	61,7	120 516	61,9	67 882	72,3
США	335	4,4	26 949	25,8	26 949	15,4	2 018	6,5	30 350	15,6	40 297	42,9
Япония	125	1,7	4 230	4,0	6 495	3,7	747	2,4	17 904	9,2	6 663	7,1
Германия	84	1,1	4 429	4,2	5 537	3,2	1 697	5,5	11 554	5,9	2 182	2,3
Формирующиеся рынки	6 473	85,7	43 546	41,7	102 869	58,9	11 847	38,3	74 035	38,1	26 007	27,7
Китай	1 411	18,7	17 700	16,9	32 897	18,8	3 593	11,6	58 754	30,1	10 649	11,3
Индия	1 428	18,9	3 732	3,6	13 119	7,5	385	1,2	2 930	1,6	4 643	4,9
Бразилия	204	2,7	2 126	2,0	4 101	2,3	339	1,1	2 062	1,1	920	0,9
Россия	143	1,9	1 862	1,8	5 056	2,9	425	1,4	1 893	0,9	627	0,6

Источник: составлено автором по материалам WEO Database, IFS Database, BIS Database.

Приложение Е
(информационное)

Динамика объема фондового рынка в России

Таблица Е.1 – Привлечение капитала за счет выпуска акций на бирже посредством IPO/SPO в миллиардах долларов

Год	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.
Московская биржа (ММВБ)	1,7	0,2	1,2	2,1	2,4	0,05	1,6
Объем с учетом привлечения на иностранных биржах	4,7	0,2	2,6	3,4	6,3	0,05	1,6

Источник: составлено автором по данным: <http://www.preqvesa.ru/>.

Приложение Ж
(информационное)

Количество и активы финансовых организаций России

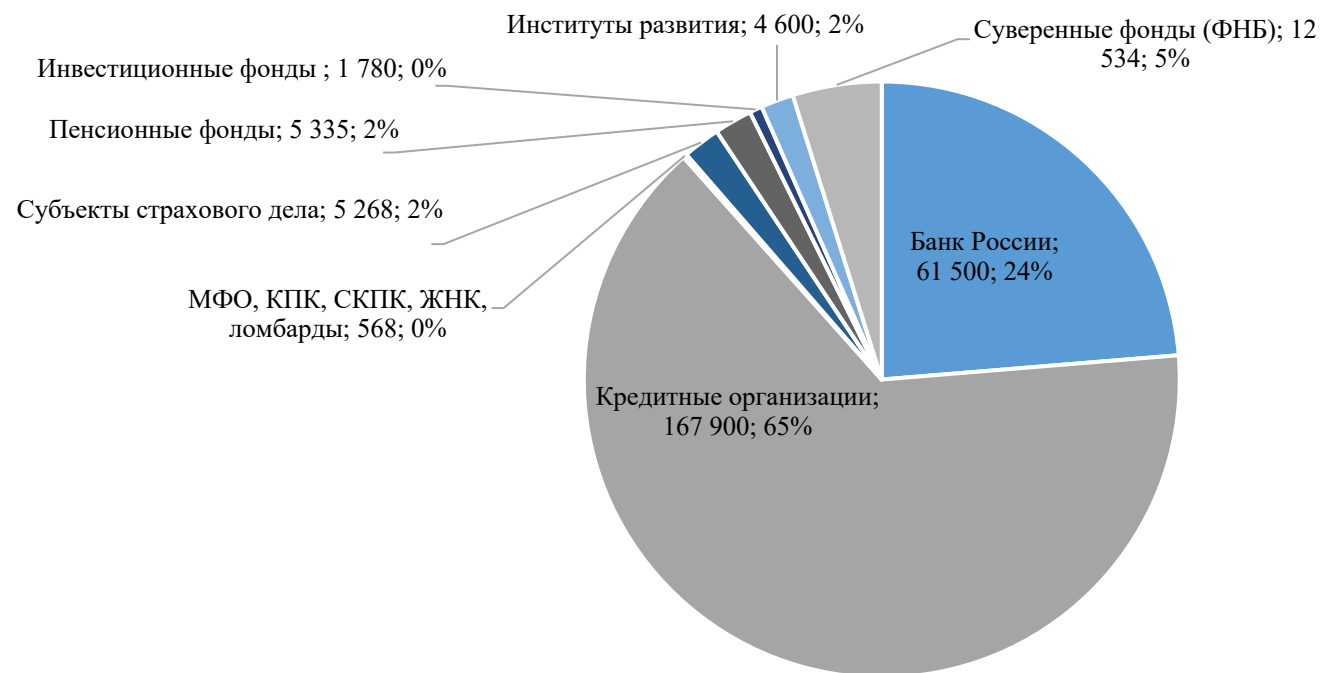
Таблица Ж.1 – Количество и активы финансовых организаций России по итогам 2023 года

Параметр	Количество	Активы, млрд руб.	Активы, млрд долл.
1	2	3	4
Банк России	1	61 500	693,2
Кредитные организации	360	167 900	1 893
Кредитные потребительские кооперативы	1 410	46,0	0,5
Сельскохозяйственные кредитные потребительские кооперативы	595	11,0	0,1
Жилищные накопительные кооперативы	39	15	0,2
Микрофинансовые организации	1 009	443	4,9
Ломбарды	1 888	53,0	0,6
Субъекты страхового дела	211	5 268,9	59,4
Пенсионные фонды	37	5 334,9	60,2
Инвестиционные фонды	563 (161 закрытых, 283 открытых, 10 интервальных, 109 биржевых)	1 780 (СЧА: закрытых – 518, открытых - 870, интервальных – 10, биржевые – 381)	20,1
Биржи	6	-	-
Институты развития (ВЭБ, ДОМ.РФ, Роснано РВК, и др.)	29	4 600	51,8
Суверенные фонды	1	12 534	141,3

Источник: составлено автором по материалам Банка России.

Приложение И
(информационное)

Активы финансовых организаций России по агрегированным группам



Источник: составлено автором.

Рисунок И.1 – Активы финансовых организаций России на конец 2023 года в миллиардах рублей

Приложение К
(информационное)

Активы крупнейших кредитных организаций

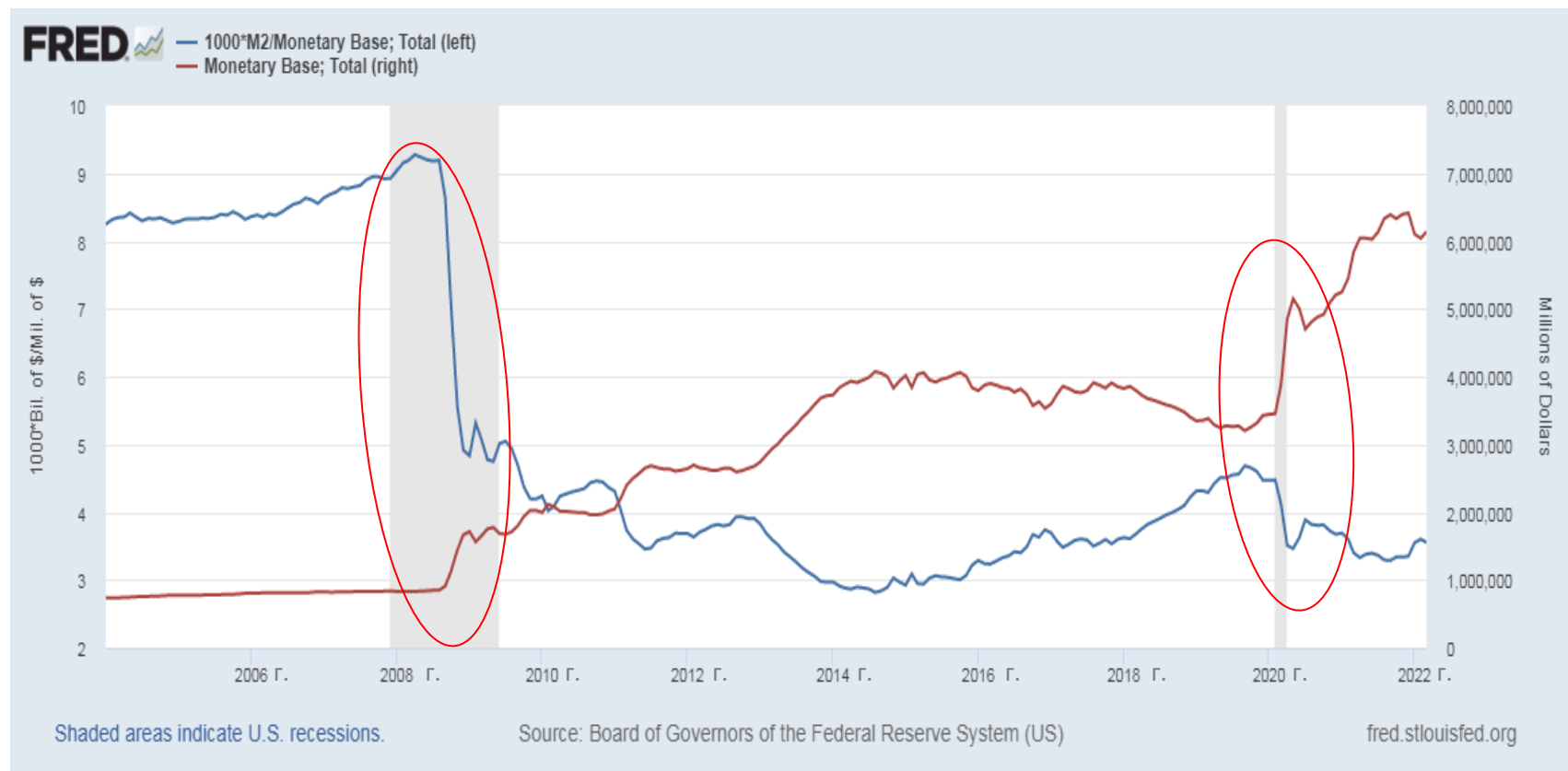
Таблица К.1 – 25 крупнейших банков мира по величине активов по результатам 2023 года в миллиардах долларов

Название банка	Страна	Активы	Название банка	Страна	Активы
1	2	3	4	5	6
ICBC	КНР	5 669	Wells Fargo & Co	США	1 881
China Construction Bank	КНР	4 953	Bank of Communications	КНР	1 859
Agricultural Bank of China	КНР	4 880	Banco Santander	Испания	1 851
Bank of China	КНР	4 161	Mizuho Financial Group	Япония	1 838
JP Morgan Chase & Co	США	3 665	Barclays	Вел-я	1 826
Bank of America	США	3 051	Sparkassen-Finanzgruppe	Германия	1 755
HSBC Holdings	Великобритания	2 966	BPCE	Франция	1 633
BNP Paribas	Франция	2 843	Societe Generale	Франция	1 585
Mitsubishi UFJ Financial Group	Япония	2 815	China Merchants Bank	КНР	1 458
China Development Bank	КНР	2 611	Goldman Sachs	США	1 441
Credit Agricole	Франция	2 537	Deutsche Bank	Германия	1 425
Citigroup	США	2 416	Toronto-Dominion Bank	Канада	1 382
Sumitomo Mitsui Financial Group	Япония	1 923	Сбербанк	Россия	575

Источник: составлено автором по материалам Spglobal report 2023.

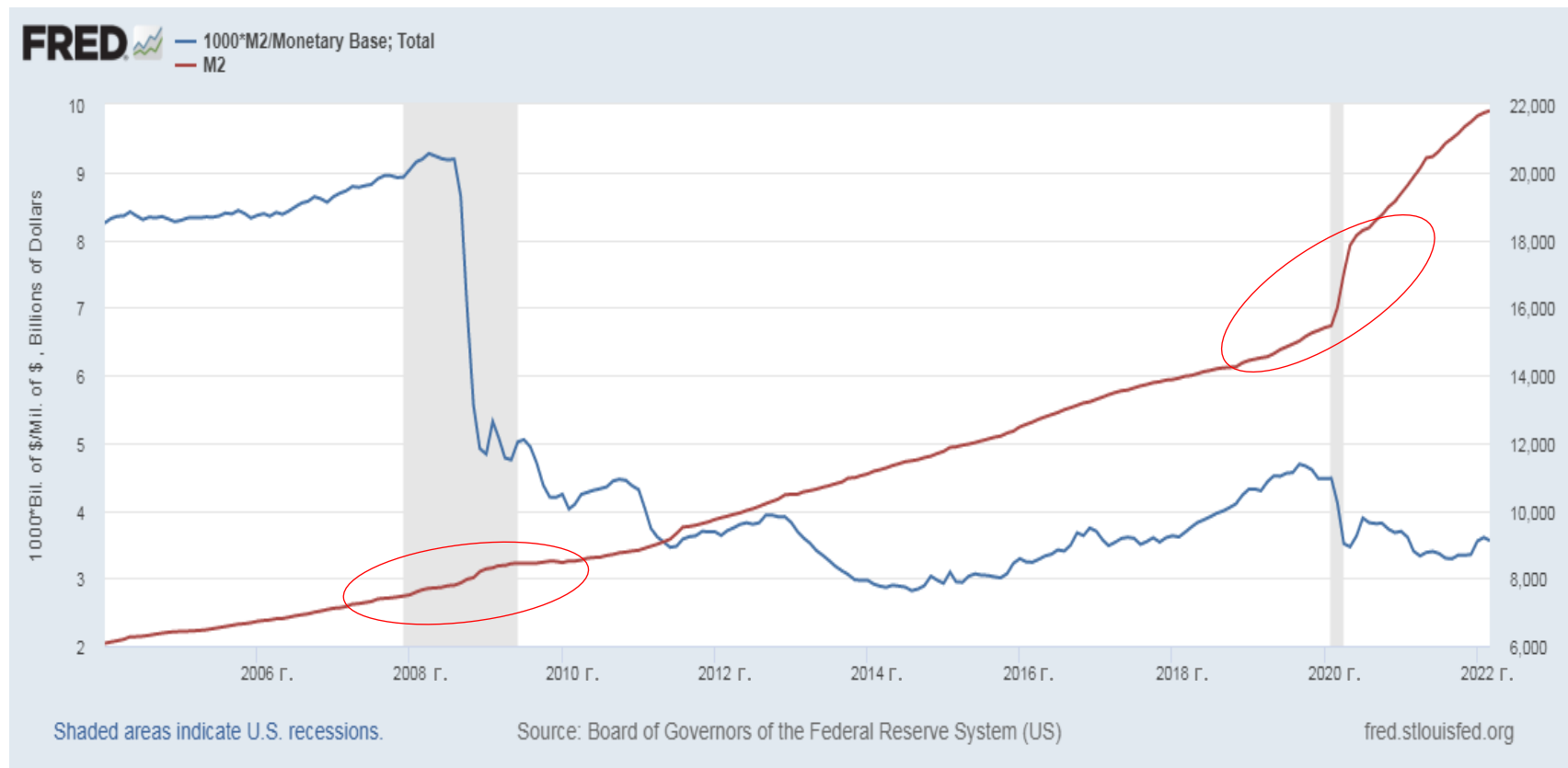
Приложение Л (информационное)

Непостоянство денежного мультипликатора и количественное смягчение



Источник: FRED.

Рисунок Л.1 – Динамика денежного мультипликатора и денежной базы



Источник: FRED.

Рисунок Л.2 – Стабильный рост М2 при падении денежного мультипликатора

Приложение М
(информационное)

Межстрановое сравнение нормативов обязательного резервирования

Таблица М.1 – Сравнение нормативов обязательного резервирования в России и других странах

Страна (группа стран)	Норматив обязательного резервирования
Россия	4,5%
Швейцария	2,5%
Страны ЕС	1%
США	0%
Япония	0,8%
Канада	0%

Источник: составлено автором.