

# Проблемы и перспективы реализации денежно-кредитной политики в России<sup>1</sup>

**В.В. КУЗНЕЦОВА**, кандидат исторических наук  
E-mail: vkuz\_55@mail.ru; ORCID: 0000-0002-8698-4295  
МГУ имени М. В. Ломоносова

**О.И. ЛАРИНА**, кандидат экономических наук  
E-mail: oilarina@mail.ru; ORCID: 0000-0002-9841-8194  
Государственный университет управления, Москва

**Аннотация.** В статье рассматриваются проблемы выбора режима денежно-кредитной политики в кризисной ситуации, когда экономический спад сопровождается ускорением темпов инфляции, ухудшением финансовых условий для национальных производителей и сжатием внешнеэкономической деятельности. Этот выбор, сопровождаемый соответствующей настройкой используемых инструментов, оказывает определяющее воздействие на развитие национальной экономики в краткосрочном периоде. Авторы показывают, что режим таргетирования инфляции, которого придерживается Банк России, не соответствует текущим макроэкономическим условиям, и делают вывод о желательной трансформации денежно-кредитной политики в нашей стране.

**Ключевые слова:** таргетирование инфляции; Банк России; регулирование; инфляция; Центральный банк; денежно-кредитная политика; инструменты денежно-кредитной политики

## Введение

Разработка и реализация денежно-кредитной политики (далее – ДКП) является традиционной и важнейшей задачей центральных банков. Пандемия COVID-19 и вызванный ею социально-экономический кризис стали серьезным испытанием для всех национальных экономик. Для поддержания населения и деловой активности правительства многих стран экстренно вводили масштабные антикризисные программы, включающие денежно-кредитные, макропруденциальные, налогово-бюджетные (макрофинансовые) и валютные меры. Центральные банки вводили дополнительные долго- и краткосрочные программы рефинансирования; расширяли допуск к своим программам

---

<sup>1</sup> Работа выполнена в рамках финансирования гранта РФФИ по проекту № 20-010-00346. Государственный университет управления, Москва, Россия.

небанковских финансовых посредников; вводили обусловленные программы кредитования для банков, обслуживающих системно значимые предприятия реального сектора; снижали регуляторные требования; высвобождали резервы, которые финансовые посредники создавали в докризисный период.

Реализованные ЦБ меры, с одной стороны, позволили смягчить негативные последствия резкого и масштабного закрытия экономик, разрыва цепочек поставок, роста цен на энергоносители и продовольствие, падения среднедушевых доходов, а с другой – чрезвычайно мягкие финансовые условия спровоцировали ряд негативных последствий, включая заметное ускорение темпов инфляции, которые уже сдерживают и будут ограничивать в ближайшие годы посткризисное восстановление экономик. Более того, экономики ряда стран, по оценкам экспертов, близки к тому, чтобы впасть в «ловушку высокой инфляции», когда стремительный рост отпускных цен производителей и потребительских цен становится новой нормой и не поддается контролю мерами ДКП, ранее считавшимися эффективными<sup>2</sup>.

В статье анализируется режим таргетирования инфляции, применяемый Банком России в условиях перехода к мобилизационной экономике, и обосновываются предложения о возможной модификации денежно-кредитной политики.

### **Вызовы, стоящие перед центральными банками**

Продолжительные локдауны, политические конфликты и санкции, высокая неопределенность экономической ситуации определяют современное состояние мировой экономики. Сложившееся в мире в последние три года (включая геополитический кризис 2022 г.) положение резко изменило весь мировой уклад, переформатировало экономические связи, что в свою очередь делает насущным пересмотр ранее признававшихся наиболее действенными режимов и мер денежно-кредитной политики. Как и в ответ на прошлые кризисы, поиск ее новой модели предполагает изучение исторического опыта преодоления негативных

---

<sup>2</sup> Банк международных расчетов. Ежегодный доклад. 26.06.2022. [Эл. ресурс]. URL: [https://econs.online/articles/ekonomika/vozvrashcheniestagflyatsii/?bx\\_sender\\_conversion\\_id=1556043&utm\\_source=newsletter&utm\\_medium=mail&utm\\_campaign=vozvrashchenie\\_stagflyatsii\\_banki\\_i\\_riski\\_tsifrovye\\_platformy\\_i\\_konkurentsia\\_zhestkaya\\_sila\\_poyasa](https://econs.online/articles/ekonomika/vozvrashcheniestagflyatsii/?bx_sender_conversion_id=1556043&utm_source=newsletter&utm_medium=mail&utm_campaign=vozvrashchenie_stagflyatsii_banki_i_riski_tsifrovye_platformy_i_konkurentsia_zhestkaya_sila_poyasa) (дата обращения: 25.06.2022).

последствий острых макроэкономических шоков и теоретических моделей, в свое время отвергнутых, но способных позволить ЦБ быстрее адаптироваться к изменчивым макроэкономическим условиям.

В предстоящие годы ЦБ предстоит найти компромисс между следующими факторами:

- необходимостью ужесточения финансовых условий для дезинфляции и поддержанием объемов кредитования, обеспечивающих посткризисное восстановление национальных экономик;
- потребностью повышать политические процентные ставки и сворачивать программы экстренной поддержки, развернутые в период пандемии, и недопущением серьезного повышения бюджетных расходов на обслуживание накопленного общественным сектором долга;
- недопущением формирования «пузырей» на рынках недвижимости и других активов и предотвращением потерь совокупного выпуска, а также череды корпоративных и личных банкротств;
- поддержанием достаточного предложения кредитов национальными банками и накоплением на их балансах неработающих кредитов в условиях роста совокупных затрат (производственных, логистических, реализационных и др.) у корпоративных заемщиков и снижения медианных доходов у индивидуальных заемщиков;
- обесценением национальной валюты для обеспечения нужного потока доходов от экспорта, регулирования платежного баланса и сохранением необходимых объемов жизненно важного импорта;
- снижением среднедушевых (медианных) доходов населения и поддержанием доверия к проводимой политике и многими другими.

Поиск ответов на эти вызовы предполагает переосмысление оптимального режима ДКП, иерархии целей монетарной политики, применяемых инструментов и функционирования их трансмиссионного механизма. В краткосрочном периоде ЦБ предстоит сделать сложный выбор: сдерживать ускорение темпов инфляции монетарными методами (ценой сокращения выпуска и роста безработицы) или создавать благоприятные условия для поддержки деловой активности и занятости (ценой ускорения инфляции). У каждого из этих приоритетов есть свои преимущества

и серьезные негативные последствия в средне- и долгосрочном периодах. В ситуации быстро меняющихся макроэкономических условий и высокой неопределенности ЦБ предстоит находить оптимальные соотношения между следованием публично объявленным правилам ДКП и дискреционными решениями, а также между кратко- и долгосрочными целями монетарной политики.

### **Дилемма: замедление темпов инфляции или стимулирование совокупного спроса**

По мнению различных источников, глобальное ускорение инфляции приведет к замедлению экономического роста. В июне 2022 г. Мировой банк снизил свой прогноз по росту мировой экономики в 2022 г. с 4,1% до 2,9%, отметив высокую вероятность развития стагфляции<sup>3</sup>. Аналогичную оценку обнародовало рейтинговое агентство Fitch<sup>4</sup>.

В настоящее время действует множество факторов, провоцирующих ускорение глобальной инфляции, особенно в странах с формирующимися рынками и развивающихся экономиках. Центральные банки как гаранты стабильности макрофинансовой и национальной валюты обязаны добиваться замедления темпов инфляции до уровней, позволяющих бизнесу и домашним хозяйствам планировать деловую активность, но их возможности в этом ограничены. Определяя антиинфляционные меры, ЦБ вынуждены координировать свои решения с мерами налогово-бюджетной политики национальных правительств, учитывая не только негативные последствия ускорения темпов инфляции, но и их потенциальные выгоды для обремененных долгами общественных финансов.

В частности, инфлирование суверенного долга снижает его бремя в реальном выражении. Так, по оценкам экспертов МВФ, первоначальным эффектом инфляции в 2021 г. было снижение доли долга центрального правительства в ВВП: для развитых экономик – на 1,8 п.п. по сравнению с 2020 г.;

---

<sup>3</sup> World Bank. Warns of Global Economic Slowdown, More Inflation. 2022. June 07. [Эл. ресурс]. URL: <https://www.voanews.com/a/world-bank-warns-of-global-economic-slowdown-more-inflation-/6606865.html> (дата обращения: 29.06.2022).

<sup>4</sup> Global Economic Outlook. Inflation and Restrictive Monetary Policy to Reduce World Growth. Global Economic Outlook. 2022, June [Эл. ресурс]. URL: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/inflation-restrictive-monetary-policy-to-reduce-world-growth-13-06-2022> (дата обращения: 25.06.2022).

для стран с формирующимися рынками – на 4,1 п.п. Аналогичный краткосрочный эффект характерен для текущих бюджетных дефицитов<sup>5</sup>. Однако уже в среднесрочном периоде ускорение темпов инфляции неизбежно будет ухудшать ситуацию в общественных финансах<sup>6</sup>.

Все это вынуждает центробанки при разработке мер ДКП более тщательно учитывать межвременные противоречия в целях, а также взаимозависимости между применяемыми инструментами монетарной и фискальной политик. Признавая разрушительные для экономики последствия высоких темпов инфляции и важность ее удержания на относительно низком и стабильном уровне, в текущих макроэкономических условиях многие ЦБ отдают приоритет поддержке экономической активности.

Указанные задачи и вызовы, стоящие перед ЦБ, актуальны и для российской действительности. Высокая инфляция и падение производства являются объектами современного монетарного регулирования Банка России.

### Практика Банка России

Режим таргетирования инфляции стал использоваться Банком России с 2009 г., до этого он устанавливал целевые показатели денежных агрегатов и обменного курса национальной валюты. С 2013 г. формально БР перешел к гибкому таргетированию<sup>7</sup>, при этом опираясь на модель, основанную

---

<sup>5</sup> IMF. Global fiscal monitor: fiscal policy from pandemic to war. IMF. 2022, April. P.10. [Эл. ресурс]. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/04/12/fiscal-monitor-april-2022> (дата обращения: 09.06.2022).

<sup>6</sup> Снижению уровней суверенного долга, сформировавшегося во время Второй мировой войны, во многом способствовало ускорение темпов инфляции. См.: [Reinhart et al., 2012].

<sup>7</sup> Выделяют несколько этапов режима таргетирования: 1) **имитация**. ЦБ сообщает о количественных целевых показателях по темпам инфляции, но не подчиняет свою политику достижению исключительно данной цели; 2) **облегченное** (мягкое). В этом случае официально ЦБ реализует режим таргетирования инфляции, но одновременно применяет таргетирование обменного курса (денежных агрегатов); 3) **гибридное таргетирование**. В правила в прямой или косвенной форме ЦБ включает механизмы управления обменным курсом национальной валюты или иной переменной; 4) **гибкое**. ЦБ стремится к достижению стабильной и низкой инфляции, но не устанавливает точных целевых количественных параметров по ее темпам; 5) **полное**: ЦБ совместно с правительством подчиняет проведение экономической и монетарной политик целям поддержания темпов инфляции на низком и стабильном уровне.

на монетарном правиле Тейлора<sup>8</sup>. Базовым политическим инструментом, посредством которого российский ЦБ добивается достижения инфляционного таргета, выступает ключевая процентная ставка<sup>9</sup>.

За годы проведения политики таргетирования Банк России, сдерживая рост цен, крайне редко достигал целевого инфляционного показателя (таблица). Более того, ему так и не удалось стабилизировать волатильность темпов инфляции и «поставить на якорь» инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов. Все это время темпы экономического роста замедлялись: в сопоставимых ценах рост ВВП в 2010 г. составил 104,5%; в 2018 г. – 102,8%; в 2019 г. – 102,0%; 2020 г. – 97,0%<sup>10</sup>. В эти же годы российская экономика переживала несколько серьезных макроэкономических кризисов – 2009, 2014, 2020, 2022 гг. По оценкам Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, в кризис 2009 г. падение ВВП составило 7,8%, в 2015 г. – 2,5%, в 2016 г. – 0,2%<sup>11</sup>. По оценкам МВФ, с 2013 г. по октябрь 2020 г. среднедушевой ВВП в текущих рублевых ценах вырос на 40%, а в постоянных рублевых ценах сократился на –1,8%<sup>12</sup>.

Низкую эффективность режима таргетирования БР можно объяснить тем обстоятельством, что на темп инфляции в России во многом влияют немонетарные факторы<sup>13</sup>. Так, по оценкам Минэкономразвития, в 2021 г. вклад монетарных факторов в темп инфляции составлял лишь 2,9–3,0 п.п<sup>14</sup>. На немонетарные

---

<sup>8</sup> В настоящее время предложено множество разных правил ДКП, наиболее известные: правило МакКаллама предполагает таргетирование денежной базы; правило Тейлора – политической процентной ставки; правило Фелдстайна и Стока – номинального ВВП; правило Холла и Мэнкью – номинального национального дохода.

<sup>9</sup> Банк России подтвердил приверженность таргетирования инфляции в текущих условиях. См.: Цели и принципы денежно-кредитной политики. 01.02.2022. URL: [https://www.cbr.ru/dkp/objective\\_and\\_principles/](https://www.cbr.ru/dkp/objective_and_principles/)

<sup>10</sup> Россия в цифрах, 2021. Росстат, 2022. С. 22. URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/210/document/12993>

<sup>11</sup> URL: <https://roscongress.org/materials/russia-through-a-lens-vypusk-13-iv-kvartal-2018-goda/>

<sup>12</sup> URL: <https://www.russiamatters.org/node/24294>

<sup>13</sup> В российской научной литературе не сложился общий подход к перечню немонетарных факторов инфляции. О подходе Банка России см.: О немонетарных факторах инфляции и мерах по снижению ее волатильности. Банк России, 60 с. URL: <https://www.cbr.ru/content/document/file/25502/nfi.pdf>

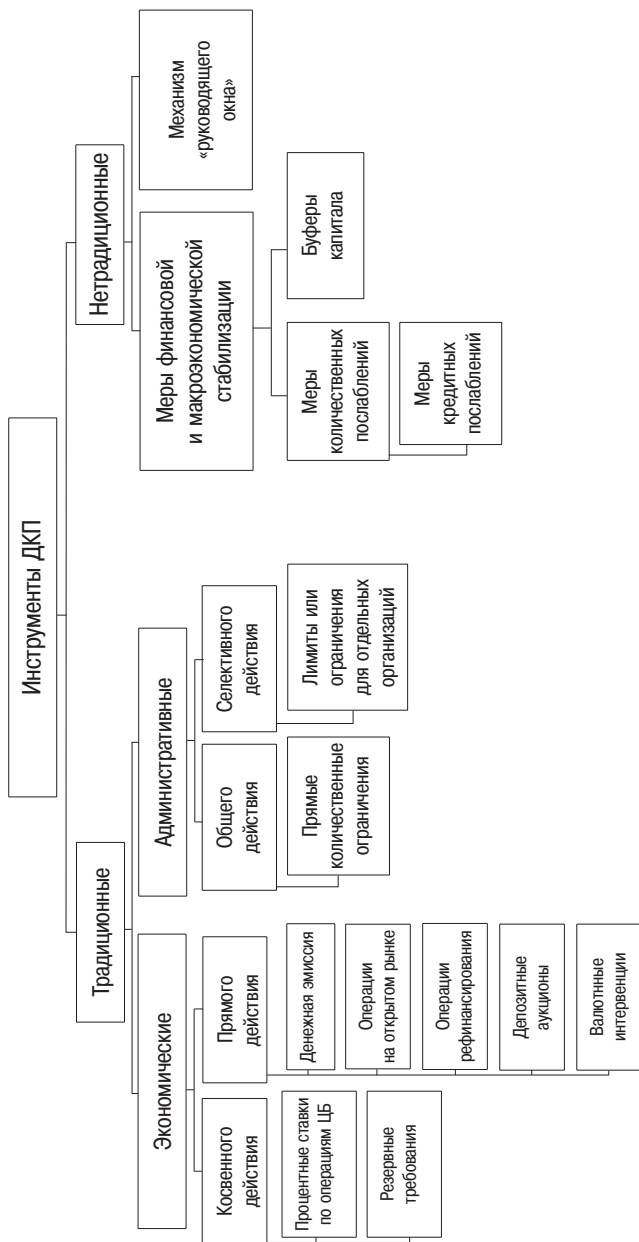
<sup>14</sup> URL: <http://www.finmarket.ru/news/5591861>

факторы инфляции нельзя воздействовать, манипулируя ключевой процентной ставкой. Отметим при этом, что Банк России использует далеко не все возможности обширного инструментария ДКП, наработанного мировой практикой (рисунок).

**Отдельные макроэкономические показатели РФ  
в 2008–2021 гг. (на конец года), %**

Год	Темп инфляции		Ставка рефинансирования/ ключевая ставка
	целевой	фактический	
2008	6–7	13,28	13,0
2009	7–8,5	8,8	8,75
2010	5,5–7	8,78	7,75
2011	5–6,8	6,10	8,00
2012	5–6	6,58	8,25
2013	4,5–5	6,45	8,25 / 5,50
2014	4,5–5	11,36	8,25 / 17,0
2015	4,5	12,91	8,25 / 11,0
2016	4	5,38	/ 10,0
2017	4	2,52	/ 7,75
2018	4	4,27	/ 7,75
2019	4	3,05	/ 6,25
2020	4	4,91	/ 4,25
2021	4	8,39	/ 8,5

**Источник.** Составлено авторами на основе данных URL: <https://www.statbureau.org/ru/russia/inflation-tables>; <https://bankirsha.com/uroven-inflyacii-v-rossiyskoy-federacii-po-godam.html>



Классификация инструментов ДКП



Общепризнанно, что практика таргетирования инфляции не может быть успешной (или не может проводиться вообще)<sup>15</sup>, если: национальная финансовая система неустойчива; проводится политика бюджетной экспансии (увеличение непроцентных бюджетных расходов); финансовый рынок слабо развит и/или неэффективен; не стабилизированы инфляционные ожидания; ограничен выбор инструментов реализации ДКП и др. В настоящее время мы можем наблюдать в России практически все эти факторы:

– обострение макроэкономической ситуации в условиях ужесточения антироссийских санкций 2022 г. кардинально изменило макрофинансовые условия в стране, и о функционировании национального финансового рынка в настоящее время можно говорить лишь условно (его объемы резко сократились, а торги основными видами активов жестко регламентированы);

– ситуация в национальной банковской системе неопределенная. Банк России ввел запрет на публикацию кредитными организациями финансовой отчетности, но косвенные признаки свидетельствуют о явном неблагополучии. Спред ставки RUONIA к ключевой ставке Банка России, который отражает оценку участниками межбанковского кредитного рынка рисков, включая риск контрапартнера, остается крайне высоким, хотя и снизился в мае 2022 г. по сравнению с апрелем с 45 до 35 б.п.<sup>16</sup>. Это говорит о несовершенном функционировании межбанковского рынка и трансмиссионного механизма ДКП<sup>17</sup>;

– структурный профицит ликвидности на начало июня 2022 г. составлял 2 трлн руб., а на конец 2022 г. прогнозируется БР в объеме 3,5–4 трлн руб.<sup>18</sup>, т.е. имеющиеся у банков средства

---

<sup>15</sup> Об этих требованиях сообщал и автор монетарного правила таргетирования инфляции Тэйлор. См. *Taylor J. B. Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies. The 75th Anniversary Conference, "Stabilization and Monetary Policy: The International Experience"*. Bank of Mexico. 2000. Nov.14–15. P. 11. [Эл. ресурс]. URL: [https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2001/Using\\_Monetary\\_Policy\\_Rules\\_in\\_Emerging\\_Market\\_Economies.pdf](https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2001/Using_Monetary_Policy_Rules_in_Emerging_Market_Economies.pdf) (дата обращения: 19.08.2022).

<sup>16</sup> Банк России. Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки // Информационно-аналитический комментарий. Банк России. 2022. № 5 (75). С. 2.

<sup>17</sup> То есть при снижении ключевой ставки рыночные ставки не снижаются или снижаются в меньшей степени. Подробнее о каналах трансмиссионного механизма см. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/16731/wps\\_9.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/16731/wps_9.pdf)

<sup>18</sup> Банк России. Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки // Информационно-аналитический комментарий. Банк России. 2022. Май. № 5 (75). С. 2. URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42095/LB\\_2022-75.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42095/LB_2022-75.pdf)

не трансформируются в кредиты и инвестиции. Основной приток ликвидности в банковскую систему происходит благодаря операциям Федерального казначейства и за счет покупок Банком России облигаций федерального займа, т.е. в экстремальной ситуации БР перешел к политике поддержки бюджетных расходов;

– в условиях введенных Банком России капитальных ограничений режим плавающего обменного курса не действует. И импортеры, и экспортеры при заключении деловых контрактов ориентируются не на официально объявляемый курс рубля, а на собственные оценки его будущей динамики. Для предотвращения «валютного замещения»<sup>19</sup> органы госуправления предлагают запретить устанавливать во внутрироссийских деловых контрактах цены в иностранной валюте или с привязкой к мировым товарным индексам<sup>20</sup>. Тем самым производители будут лишены возможности страхования от ценовых и валютных рисков, что неизбежно отразится на их отпускных ценах. Банк России также активно применяет меры капитального контроля, что стало предметом дискуссий среди экономистов: с одной стороны, данные меры носили вынужденный характер и были направлены на обеспечение безопасности в условиях ужесточения антироссийских финансовых санкций, с другой – они негативно влияют на структурную перестройку российской экономики, процессы импортозамещения и функционирование финансовых рынков. Хотя после введения первоначальных (весной 2022 г.) крайне жестких капитальных ограничений Банк России их несколько смягчил, они остаются значительными;

– БР последовательно рекомендует российским банкам выводить с балансов средства, номинированные в валютах «недружественных стран»;

– инфляционные ожидания населения на год вперед значительно превышают официальный целевой показатель по темпу инфляции и крайне изменчивы: в декабре 2021 г. – 14,8%; в феврале 2022 г. – 13,5%; марте – 18,3%<sup>21</sup>; июне – 12,4%.

<sup>19</sup> То есть использование иностранной валюты вместо национальной.

<sup>20</sup> РБК. Власти реанимировали инициативу запрета договоров с привязкой к валюте. РБК. 2022. 5 июля. [Эл. ресурс]. URL.: <https://www.rbc.ru/economics/05/07/2022/62c2a44a9a794766982b257d> (дата обращения: 29.05.2022).

<sup>21</sup> URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2022/03/23/914865-inflyatsionnie-ozhidaniya-dostigli-maksimuma>

Банк России признает, что «на краткосрочном горизонте действие проинфляционных факторов может усиливаться высокими и незаякоренными инфляционными ожиданиями»<sup>22</sup>;

– растёт активное влияние государства на все сегменты финансового рынка. Специалисты отмечают, что этот тренд может свидетельствовать о курсе на огосударствление экономики [Агеева, 2022]. Хотя такой курс можно считать оправданным в условиях мобилизационной экономики, он неизбежно будет еще больше подрывать эффективность функционирования финансового сектора, что Банку России придется компенсировать, применяя административные инструменты.

В настоящее время БР использует выжидательную тактику, реализуя дискретные меры, но по-прежнему в качестве основного ответа на перечисленные проблемы рассматривает поэтапное снижение ключевой процентной ставки (на 02.08.2022 она составляла 8%). Практика показывает, что этого явно недостаточно.

Режим таргетирования инфляции в текущей российской финансовой ситуации нежизнеспособен. Прежде всего потому, что перестали соблюдаться общие условия функционирования его модели, опиравшиеся на простое или модифицированное правило Тейлора. В ситуации полузакрытой экономики, внутренних капитальных ограничений, высокой волатильности и неопределенности будущей динамики обменного курса национальной валюты, сильной зависимости национальной экономики от импорта и высоких финансовых рисков регулирование экономической активности путем манипулирования ключевой процентной ставкой малоэффективно. Собственно, все большее использование Банком России административных методов регулирования говорит о том же.

## **Обзор мнений и литературы**

В российской научной литературе обсуждаемым в данной работе вопросам посвящено множество публикаций. Когда Банк России предпринимал самые первые шаги по переходу на режим таргетирования инфляции (2003–2008 гг.), научное сообщество основное внимание уделяло изучению исторического опыта применения таргета за рубежом, популяризации теоретических

---

<sup>22</sup>URL: [https://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary\\_expectations/Infl\\_exp\\_22-06/](https://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/Infl_exp_22-06/)

концепций, а также обоснованию выбора показателя инфляции, который следует таргетировать – индекс потребительских цен; базовой инфляции; трендовой инфляции; отпускных цен производителей и др. (см., например: [Вдовиченко, Воронина, 2004]).

В потоке публикаций 2010-х гг. можно выделить несколько направлений: рассмотрение теоретических основ и общих параметров таргетирования инфляции [Моисеев, 2011; Бурлачков, 2016]; анализ преимуществ и ограничений режима таргетирования [Трунин и др., 2019]; оценка его эффективности в российских условиях с учетом применения санкций 2014 г. [Глазьев, 2014; Юдаева, 2014; Ершов, 2014].

В публикациях текущего периода, начиная с 2020 г., продолжается полемика об эффективности таргетирования инфляции в России. Одни исследователи утверждают, что данный режим показал свою эффективность [Крохина, 2021], а другие указывают, что он позволяет эффективно воздействовать на инфляционные ожидания хозяйствующих субъектов, но на динамику темпов инфляции в РФ помимо ожиданий влияют и другие факторы [Куклинова, 2022]. Одни полагают, что для достижения целевых значений по темпам инфляции важен подбор значений коэффициентов разрыва выпуска и естественной процентной ставки в правиле Тейлора с учетом страновых особенностей [Саркисян, 2020], другие доказывают, что стандартное правило Тейлора «не работает в кризисные периоды» [Федорова и др., 2015], и что таргетирование в России «в настоящее время малоэффективно» в силу во многом немонетарного характера инфляции [Зеленева, 2020].

В экономической литературе также выдвигались предложения о переходе Банка России на другой режим денежно-кредитной политики. Так, по мнению Ф. С. Картаева, использование гибридной версии таргетирования, когда ЦБ осуществляет управление валютным курсом, более эффективно для стимулирования выпуска, чем ее «классический» вариант, предполагающий свободно плавающий обменный курс национальной валюты [Картаев, 2017].

В целом, как справедливо отмечается в одной из работ, «в российской экономической литературе ведутся активные дискуссии о соответствии проводимой Банком России денежно-кредитной политики современному состоянию экономики» [Лавров, Пономарева, 2018. С. 6], но консенсусный подход не выработан.

Авторы доказывают, что в условиях, когда Банк России вынужден не столько следовать объявленному правилу таргетирования инфляции, сколько реализовывать дискретный курс с учетом быстро меняющихся макроэкономических и финансовых условий, было бы предпочтительным внести принципиальные изменения в характер ДКП в целях поддержания структурной перестройки национальной экономики.

### Практика Народного банка Китая

Представляется, что для России в этом смысле может быть интересен опыт Народного банка Китая. Его модель ДКП в 1994–2004 гг. строилась на основе стандартного (таргетирование денежной базы) и модифицированного (таргетирование денежного агрегата M2) правил МакКаллама. При этом, как показал анализ, НБК реагировал на отклонения фактического темпа роста ВВП и темпов инфляции от целевых показателей с учетом специфичных для КНР «структурных» факторов [Burdekin, Siklos, 2005; Koivu et al., 2008].

Объясняя характер ДКП Народного банка Китая в период обострения торговой войны с США, профессор Пекинского университета Хуан Ипин [Huang Yiping, 2018] выделил в ней следующие цели:

- стратегические (высокие темпы экономического роста; полная занятость; низкая и стабильная инфляция; сбалансированный платежный баланс);
- среднесрочные или промежуточные (предложение денег в узком и широком определениях; банковские кредиты; рыночные процентные ставки, такие как SHIBOR<sup>23</sup>);
- операционные (отдельные компоненты денежной базы, так называемые резервные требования ЦБ к коммерческим банкам (незаимствованные резервы); представленные кредиты в рамках рефинансирования (заимствованные резервы); краткосрочная ставка рынка денег; денежная база).

Формально (*de jure*) ЦБ Китая проводит валютную политику гибкого плавания, но на практике номинальный текущий

---

<sup>23</sup> SHIBOR – это ежедневно рассчитываемая средневзвешенная процентная ставка, которая определяется на основе ставок, по которым банки предоставляют необеспеченные кредиты на межбанковском рынке Шанхая на срок 3 месяца. URL.: <https://cbonds.ru/indexes/20257/>

обменный курс жэньминьби рассчитывается по специальной формуле корзины валют, а допустимый коридор колебаний курса по отношению к доллару составляет  $\pm 2\%$ <sup>24</sup>. Тем самым Народный банк Китая берет на себя большую часть валютных и ценовых рисков национальных экспортеров и импортеров.

Это показывает, что Народный банк Китая, учитывая политические задачи национального развития и особенности экономики, не копирует практики ДКП развитых экономик, а придерживается собственных стратегии и тактик монетарного регулирования.

### **Заключение**

Текущая экономическая ситуация, будучи экстраординарной по остроте, масштабности и многофакторности проблем, требует изменений в подходах к денежно-кредитному регулированию в России. Вообще, мы полагаем, что соотношение между целями ДКП и функциями ЦБ должно меняться со временем, учитывая текущие фазы системного финансового или делового цикла [Кузнецова, Ларина, 2022].

Ретроспективное моделирование ДКП в развитых экономиках показывает, что центробанки, переходя на режим таргетирования инфляции, для принятия операционных решений (установки значения политической процентной ставки для достижения целевого темпа инфляции) часто использовали правило Тейлора, настраивая его с учетом страновых характеристик национальных экономик и практики оценки темпов инфляции.

В российских условиях режим таргетирования на основе модифицированного правила Тейлора не показал большой эффективности. Безусловно, высокие и изменчивые темпы инфляции разрушают нормальную экономическую деятельность. Но на фоне постоянно усиливающихся антироссийских финансовых санкций и острой необходимости структурной перестройки национальной экономики на первый план выходит сохранение экономического потенциала страны. Представляется, что Банку

---

<sup>24</sup> IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020. IMF. Wash.. 2020. P. 11, 855–856 [Эл. ресурс]. URL: file:///C:/Users/Asen/Downloads/[9781513556567%20-%20Annual%20Report%20on%20Exchange%20Arrangements%20and%20Exchange%20Restrictions%202020]%20Annual%20Report%20on%20Exchange%20Arrangements%20and%20Exchange%20Restrictions%202020.pdf (дата обращения: 19.06.2022).

России следует внести корректировки в проводимую денежно-кредитную политику, переориентировав ее на создание условий для поддержки национальных производителей, как минимум, на переходный период структурной перестройки.

## Литература

*Агеева С.* Финансализация и усиление влияния государства в России // ЭКО. 2022. № 52(3). С. 108–29. DOI: <https://doi.org/10.30680/ЕСО0131–7652–2022–3–108–129>

*Булачков В.К.* Формирование процентных ставок и правило Тейлора // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2016. № 5. С. 157–164.

*Вдовиченко А.Г., Воронина В.Г.* Правила денежно-кредитной политики Банка России. – Консорциум экономических исследований и образования. Серия «Научные доклады». Научный доклад № 04/09. 2004. 56 с. [Эл. ресурс]. URL: [http://www.eeg.ru/downloads/PUBLICATIONS/SCIENTIFIC/2004\\_008ru.pdf](http://www.eeg.ru/downloads/PUBLICATIONS/SCIENTIFIC/2004_008ru.pdf) (дата обращения: 01.08.2022).

*Глазьев С.Ю.* Санкции США и Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29. DOI: [org/10.32609/0042–8736–2014–9–13–29](http://org/10.32609/0042–8736–2014–9–13–29)

*Ершов М.В.* Какая экономическая политика нужна России в условиях санкций? // Вопросы экономики. 2014. № 12. С. 37–53. DOI: [org/10.32609/0042–8736–2014–12–37–53](http://org/10.32609/0042–8736–2014–12–37–53)

*Зеленева Е.С.* Инфляционное таргетирование и его альтернативы в современных российских условиях // Вестник Евразийской науки. 2020. № 1. 11 с.

*Картаев Ф.С.* Увеличивает ли управление валютным курсом эффективность инфляционного таргетирования? // Деньги и кредит. 2017. № 2. С. 63–68.

*Крохина Ю.А.* Изменение роли центральных банков в реализации монетарной политики в условиях пандемии COVID-19 // Экономика. Право. Общество. 2021. № 3. С. 7–12.

*Кузнецова В.В., Ларина О.И.* Эволюция роли национальных центральных банков // Финансы: теория и практика. 2022. № 26(2). С. 62–73. DOI: <https://doi.org/10.26794/2587–5671–2022–26–2–62–73>

*Куклинова П.С.* Инфляционные ожидания как фактор формирования инфляции в современной российской экономике // Фундаментальные исследования. 2022. № 1. С. 35–39.

*Лавров В.Н., Пономарева С.И.* Денежно-кредитная политика в контексте теоретических и методологических проблем экономической науки // Journal of the Ural State University of Economics. 2018. Т. 19. № 1. С. 5–15.

*Моисеев С.Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. С. 371–492.

*Саркисян С. С.* Влияние правила монетарной политики на результативность таргетирования инфляции // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. 2020. Т. 12. № 1. С. 7–30.

*Трунин П. В., Божечкова А. В., Горюнов Е. Л., Киоцевская А. М., Синельникова-Мурылева Е. В.* Выгоды и издержки инфляционного таргетирования в России. М.: Дело, 2019. 60 с.

*Юдаева К.* О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9.

*Федорова Е. А., Мухин А. С., Довженко С. Е.* Моделирование правила денежно-кредитной политики ЦБ РФ с использованием индекса финансового стресса // Журнал «Новой экономической ассоциации». 2015. Т. 29. № 1. С. 84–105.

*Burdekin R. C.K., Siklos P.L.* What Has Driven Chinese Monetary Policy Since 1990? Investigating the People's Bank's Policy Rule // Claremont Colleges Working Papers. 2005. № 02.

*Huang Yiping.* Monetary Policy Framework and Transmission Mechanism. 2018. P.10.

*Koivu T., Mehrotra A., Nuutilainen R.* McCallum rule and Chinese monetary policy // BOFIT Discussion Papers. 2008. № 15. 29 p.

*Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K.S.* Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800 // Journal of Economic Perspectives. 2012. Vol. 26. № 3. P. 69–80.

Статья поступила 15.07.2022

Статья принята к публикации 14.08.2022

**Для цитирования:** *Кузнецова В. В., Ларина О. И.* Проблемы и перспективы реализации денежно-кредитной политики в России // ЭКО. 2022. № 12. С. 72–89. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2022-12-72-89

## Summary

*Kuznetsova, V.V., Cand. Sci. (History). E-mail: vkuz\_55@mail.ru*

*M.V. Lomonosov Moscow State University,*

*Larina, O.I., Cand. Sci. (Econ.). E-mail: oilarina@mail.ru*

*State University of Management, Moscow*

## Problems and Prospects of Implementing Monetary and Credit Policy in Russia

**Abstract.** The paper considers the problems of choosing the monetary policy regime in a crisis situation, when the economic recession is accompanied by acceleration of inflation, deterioration of financial conditions for national producers and compression of foreign economic activity. This choice, accompanied by an appropriate adjustment of the instruments used, has a decisive impact on the development of the national economy in the short run. The authors show that the inflation targeting regime followed by the Bank of Russia does not correspond to the current macroeconomic conditions, and draw a conclusion about the desirable transformation of monetary policy in our country.



**Keywords:** *inflation targeting; Bank of Russia; regulation; inflation; central bank; monetary policy; monetary policy instruments*

## References

Ageeva, S. (2022). Financialization and strengthening the influence of the state in Russia. *ECO*. No. 52(3). Pp. 108–29. (In Russ.). DOI: <https://doi.org/10.30680/ECO0131-7652-2022-3-108-129>

Burdekin, R.C.K., Siklos, P.L. (2005). What Has Driven Chinese Monetary Policy Since 1990? Investigating the People's Bank's Policy Rule. *Claremont Colleges Working Papers*. No. 2. (In Russ.).

Burlachkov, V.K. (2016). Formation of interest rates and the Taylor rule. *Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*. No. 5. Pp. 157–164. (In Russ.).

Ershov, M.V. (2014) What kind of economic policy does Russia need in the conditions of sanctions? *Voprosy ekonomiki*. No. 12. Pp. 37–53. (In Russ.). DOI.org/10.32609/0042-8736-2014-12-37-53 (accessed: 01.08.2022).

Fedorova, E.A., Mukhin, A.S., Dovzhenko, S.E. (2015). Modeling of the monetary policy rules of the Central Bank of the Russian Federation using the financial stress index. *Journal of the New Economic Association*. Vol.29. No. 1. Pp. 84–105. (In Russ.).

Glazyev, S. Yu. (2014). Sanctions of the USA and the Bank of Russia: a double blow to the national economy. *Voprosy ekonomiki*. No. 9. Pp.13–29. DOI.org/10.32609/0042-8736-2014-9-13-29 (In Russ.).

Huang, Yiping (2018). *Monetary Policy Framework and Transmission Mechanism*. P. 10.

Kartaev, F.C. (2017). Does exchange rate management increase the effectiveness of inflation targeting? *Money and Credit*. No. 2. Pp. 63–68. (In Russ.).

Koivu, T., Mehrotra, A., Nuutilainen, R. (2008). McCallum rule and Chinese monetary policy. *BOFIT Discussion Papers*. No. 15. P. 29.

Krokhina, Yu.A. (2021). Changing the role of central banks in the implementation of monetary policy in the context of the COVID-19 pandemic. *Economy. Right. Society*. No. 3. Pp. 7–12. (In Russ.).

Kuklinova, P.S. (2022). Inflationary expectations as a factor of inflation formation in the modern Russian economy. *Fundamental Research*. No. 1. Pp. 35–39. (In Russ.).

Kuznetsova, V.V., Larina, O.I. (2022). Evolution of the role of national central banks. *Finance: theory and practice*. No. 26 (2). Pp. 62–73. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-2-62-73

Lavrov, V.N., Ponomarev, S.I. (2018). Monetary policy in the context of theoretical and methodological problems of economics. *Bulletin of the Ural State University of Economics*. Vol.19. No. 1. Pp. 5–15. (In Russ.). .

Moiseev, S.R. (2011). *Monetary policy: theory and practice*. Moscow: Moscow Financial and Industrial Academy. Pp. 371–492. (In Russ.).

Reinhart, C.M., Reinhart, V.R., Rogoff, K.S. (2012). Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 26. No. 3. Pp. 69–80.

Trunin, P.V., Bozhechkova, A.V., Goryunov, E.L., Kiyutsevskaia, A.M., Sinelnikova-Muryleva, E.V. (2019). *Benefits and costs of inflation targeting in Russia*. Moscow. Delo Publ., 60 p. (In Russ.).

Sarkisyan, S.S. (2020). The influence of the monetary policy rule on the effectiveness of inflation targeting. *Scientific research of the Faculty of Economics. Electronic magazine*. Vol. 12, No. 1. Pp. 7–30. (In Russ.).

Vdovichenko, A.G., Voronina, V.G. (2004). *Rules of monetary policy of the Bank of Russia*. – Consortium of Economic Research and Education. The series “Scientific reports”. Scientific report. No. 04/09. P. 56. (In Russ.).

Yudaeva, K. (2014). About the possibilities, goals and mechanisms of monetary policy in the current situation. *Voprosy ekonomiki*. No. 9. DOI. org/10.32609/0042–8736–2014–9–4–12 (accessed: 01.08.2022). (In Russ.).

Zeleneva, E.S. (2020). Inflation targeting and its alternatives in modern Russian conditions. *Bulletin of Eurasian Science*. No. 1. 11 p. (In Russ.).

**For citation:** Kuznetsova, V.V., Larina, O.I. (2022). Problems and Prospects of Implementing Monetary and Credit Policy in Russia. *ECO*. No. 12. Pp. 72–89. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2022-12-72-89