

Денежно-кредитная политика Банка России в условиях санкционных ограничений

**С.В. Фрумина, Т.В. Белянчикова, В.А. Галанов,
Н.Ф. Челухина, М.А. Марков, О.М. Скапенкер**

УДК: 366.7

DOI: 10.30680/ЕСО0131-7652-2024-4-183-202

Аннотация. Несмотря на внешние шоки и непрекращающиеся усилия «недружественных стран» затормозить процесс экономического развития нашей страны, Банк России реализует задачи по поступательному развитию экономики, опираясь на «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики», придерживаясь стратегии таргетирования инфляции. Целью настоящей статьи является анализ исполнения принципов данной политики в современных условиях, выработка рекомендаций по их соблюдению в дальнейшем, с сохранением возможности гибко реагировать на текущие политические и экономические события и вносить оперативные коррективы, исходя из происходящих изменений.

Ключевые слова: инфляция; денежно-кредитная политика; таргетирование; санкции; валютные ограничения

В 2023 г. Банк России опубликовал Основные направления денежно-кредитной политики (ОНДКП) на ближайшие три года¹, в которых определил ее ключевую цель. Последняя остается неизменной на протяжении продолжительного периода и заключается в поддержании годовой инфляции на целевом уровне.

Подобные цели ставят перед собой многие центральные банки зарубежных стран, хотя их конкретные решения и действия меняются исходя из реакции на рыночные условия, политические цели и структуру финансовых рынков. При этом основы денежно-кредитной политики базируются на ряде общих мер². В частности, одним из ключевых инструментов регулирования во всем мире является изменение целевой процентной ставки,

¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2024_2026/

² Monetary policy frameworks and central bank market operations, 2019. Markets Committee URL: https://www.bis.org/publ/mc_compendium.pdf

которая должна направить в нужную сторону экономические тенденции и удержать рынок от глубоких потрясений³.

Взаимосвязь процентной ставки, уровня ВВП и инфляции была исследована в работе Дж. Тейлора и получила название «Правило Тейлора» [Taylor, 1993]. На практике это правило впервые было применено в Новой Зеландии. В настоящее время таргетирование инфляции используется в Австралии, Новой Зеландии, Швеции, Южной Африке, Великобритании и других странах, что подробно изложено, например, в работе Т. Варин [Warin, 2005]. Обычно развитые страны устанавливают ориентир по инфляции в пределах 2–3% годовых, объясняя данную меру стремлением обеспечить стабильный экономический рост [Faure, 2013]. Общемировых тенденций придерживается и Банк России, формулируя в ОНДКП ключевые принципы денежно-кредитной политики для достижения цели в рамках выбранной стратегии таргетирования инфляции.

Гипотеза настоящего исследования заключается в том, что специфика внутренних и внешних условий, в которых сегодня оказалась российская экономика, требует адаптации денежно-кредитной политики к новым реалиям и трансформации подходов к исполнению ряда ее принципов. Рассмотрим данные принципы и особенности их реализации в планируемом периоде с учетом текущей макроэкономической ситуации, направлений развития финансового рынка и санкционных ограничений.

1. Установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции

При анализе документов, определяющих российскую монетарную политику, отметим, что цель по инфляции, установленная Банком России в ОНДКП «вблизи 4%», не коррелирует с ее плановым значением, заложенным в законе «О федеральном бюджете на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов»⁴, согласно которому уровень инфляции не должен превышать 4,5% (ст. 1 Закона).

Несмотря на то, что ОНДКП не входят в законодательно установленный перечень документов стратегического планирования⁵, полагаем,

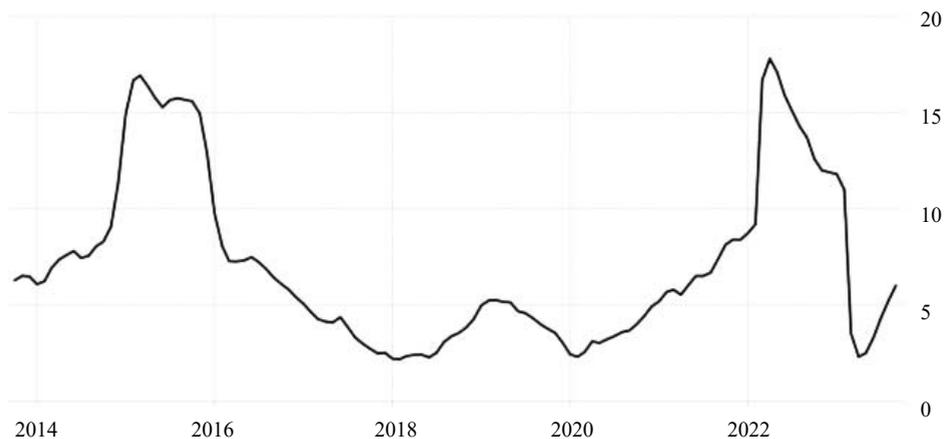
³ Monetary Policy Report, Board of Governors of the Federal Reserve System March, 2023. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20230303_mprfullreport.pdf

⁴ Федеральный закон от 27.11.2023 № 540-ФЗ «О федеральном бюджете на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов».

⁵ См. Федеральный закон «О стратегическом планировании в Российской Федерации» № 172-ФЗ. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_164841/?ysclid=lnq330ukrt271073120

что все документы, принимаемые на заданный планов период, должны соответствовать принципу сбалансированности, который означает согласованность по приоритетам, целям, задачам, мероприятиям, показателям, финансовым и иным ресурсам и срокам реализации. Очевидно, что *цель по инфляции «вблизи 4%» не соответствует современным экономическим реалиям, что требует ее пересмотра и четкого обоснования.*

Долгосрочный инфляционный ориентир, который прочно закрепляется в плановых документах, способствует стабильности цен и повышает способность регулятора влиять на занятость и экономический рост в условиях значительных экономических потрясений⁶. В России, несмотря на стабилизацию уровня инфляции относительно 2022 г., на значениях, сравнимых с кризисными 2014–2015 гг. (рис. 1), с апреля 2023 г. наблюдался ее постоянный рост в годовом исчислении (рис. 2). При этом динамика инфляции в 2023 г. слабо реагировала на изменение ключевой ставки. Очевидно, возникла необходимость использования дополнительных методов воздействия на инфляцию, при сохранении ставки Банка России в качестве основного механизма.



Источник рис. 1,2. Статистический портал [tradingeconomics.com](https://ru.tradingeconomics.com/).
URL: <https://ru.tradingeconomics.com/>

Рис. 1. Уровень инфляции в РФ в 2014–2023 гг., %

Вместе с тем отметим, что в условиях наблюдаемой волатильности отечественной экономики представляется более уместным определение цели по инфляции в виде точки, а не диапазона, что позволит

⁶ Monetary Policy Report, Board of Governors of the Federal Reserve System March, 2023.
URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20230303_mprfullreport.pdf

минимизировать риск каких-либо информационных спекуляций (например, об установлении негласной цели на одной из границ диапазона и, как следствие, подмены восприятия широкой общественностью заданного показателя как граничной точки диапазона ее использованием как целевого показателя, или центра диапазона). Такие разночтения могут лишь усилить инфляционные риски. При этом Банк России, признавая целесообразность использования точки в качестве цели по инфляции, в ОНДКП все же неоднократно указывает не конкретный ее уровень, а «значение, близкое к 4%», что на самом деле допускает неоднозначную трактовку. На наш взгляд, необходимо *придерживаться единой логики в части установления цели по инфляции и не допускать разночтений в трактовании норм права, в которых задействован данный показатель.*

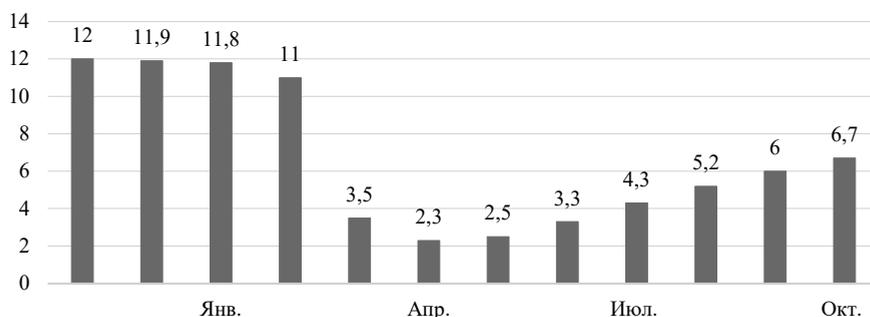


Рис. 2. Уровень ежемесячной инфляции в РФ в 2023 г., %

В профессиональной среде экономистов и в целом в общественно-политическом дискурсе сложилась традиция соотносить динамику основных экономических показателей с целью по инфляции, а потому как отказ от публикации этого показателя, так и длительное несоблюдение целевого заданного уровня, по нашему мнению, формируют в обществе негативные реакции, в том числе повышенные инфляционные ожидания, которые в свою очередь оказывают значительное влияние на реальную динамику показателя. Согласно исследованиям, обобщенным в докладе МВФ, ожидания роста инфляции трансформируются в ее практически эквивалентный рост в ближайшей перспективе⁷. В этой связи

⁷ Доклад Международного валютного фонда «Перспективы развития мировой экономики: адаптация к расхождениям в мировой экономике». Октябрь 2023 г. URL: <https://www.imf.org/ru/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

представляется возможным в кризисных ситуациях определять *два целевых показателя* – на текущий период и на период после преодоления кризиса, разграничив их действие не конкретной датой, а наступлением тех или иных событий. Мы ожидаем, что это позволит избежать негативных репутационных последствий длительного несоблюдения запланированного показателя, таким образом нивелируя воздействие краткосрочных ожиданий на инфляцию в 2024 г.

Также следует обратить внимание, что в условиях санкционных ограничений прогнозирование инфляции сопровождается высокой неопределенностью в части воздействия на нее внешних факторов. Подтверждением тому является форма кривой бескупонной доходности Московской биржи⁸, наблюдаемая сегодня. Ее выпрямление на временном интервале от двух до 30 лет указывает на увеличение инфляционных рисков в среднесрочной перспективе и ожидание рынком повышения ключевой ставки. При этом в части долгосрочного прогноза инфляции рынок занимает выжидательную позицию. Изменение внешнеполитической ситуации может существенно отразиться на значении ключевой цели по инфляции и потребовать ее пересмотра с внесением соответствующих корректировок в плановые документы. Долгосрочное планирование в сферах, которым присущ длительный срок реализации проектов, при таких условиях становится менее точным и, соответственно, инвестиционная привлекательность их снижается.

2. Реализация денежно-кредитной политики в условиях плавающего валютного курса

Помимо таргетирования инфляции, Банк России придерживается режима плавающего валютного курса (второй принцип денежно-кредитной политики), что, с одной стороны, позволяет минимизировать влияние курсовых и циклических колебаний на деловую активность в стране, с другой – не препятствует регулятору в целях обеспечения финансовой стабильности осуществлять меры девизной валютной политики и краткосрочные валютные ограничения.

Так, введение 16 октября 2023 г. обязательной репатриации валютной выручки не менее 80% и требования продажи 90% поступившей на российские счета валюты для 43 групп компаний позволило закрепить доллар к концу 2023 г. в диапазоне 90–95 руб. и даже ниже (рис. 3).

⁸ Кривая бескупонной доходности Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve/>

Данная мера потребовалась потому, что валютный рынок стал узким, чисто экспортно-импортным, с него ушли участники, которые занимались инвестиционными операциями.



Источник. Официальный сайт инвестиционной платформы investing.com. URL: <https://ru.investing.com/currencies/usd-rub-chart>

Рис. 3. Поточковый график USD/RUB (2023–2024 гг.)

Введя ограничения, Банк России пополнил свой запас наличной валюты для того в том числе, чтобы иметь возможность поддерживать курс доллара посредством прямых и обратных валютных интервенций.

Для стабилизации платежного баланса в период санкционного давления и коренной перестройки хозяйственных связей Банк России лимитировал трансграничное движение капитала. Это определило валютные ограничения как для бизнеса, так и для населения: ограничение переводов и снятия наличных, обязательная продажа валютной выручки и т.д.

Постепенно административные ограничения ослабляются, и представляется, что на смену им будут приходить *регулятивные меры экономического характера, повышающие как привлекательность рубля, так и возможности и выгоды осуществления расчетов в альтернативных иностранных валютах*, в первую очередь, с учетом структуры торгового баланса Российской Федерации – в юанях.

Установленные Банком России ограничения, наряду с иными предпринятыми мерами, направленными на поддержание курса рубля и минимизацию его воздействия на уровень инфляции, оказались эффективными. Валютную ликвидность банковского сектора по-прежнему удается поддерживать на адекватном уровне. В целом же валютные активы и обязательства российского банковского сектора за 2023 г. снизились в долларовом эквиваленте на 20 и 13 млрд долл. США соответственно⁹. Прирост поступлений выручки предприятий-экспортеров в юанях и рупиях за 2023 г. не смог компенсировать отток из активов, номинированных в долларах и евро.

Отметим, что валюты стран с развивающейся экономикой характеризуются повышенной волатильностью, что может создать дополнительную неопределенность в достижении целей денежно-кредитной политики, а также увеличить риски для бизнеса и населения Российской Федерации. Несмотря на это, полагаем целесообразным рассмотреть возможность существенного *развития банковским сообществом совместно с регулятором инфраструктуры для наличного обращения альтернативных валют*, что позволит обеспечить интерес со стороны наиболее консервативной части инвесторов к замене имеющейся у них американской и европейской наличной валюты, ранее рассматривавшейся как основной резервной.

3. Ключевая ставка и коммуникации как основные инструменты денежно-кредитной политики

Именно так Банк России сформулировал ее третий принцип. Как уже упоминалось, ключевая ставка – основной инструмент, используемый центральными банками разных стран для управления инфляцией [Смирнов, 2023]. Инфляция и процентные ставки имеют тенденцию двигаться в одном направлении, но с некоторым временным лагом (рис. 4, 5), и повышение ставок обычно является ответной мерой денежно-кредитной политики на рост инфляции.

С одной стороны, принято считать [Богданов, 2022; Боровская, 2023], что решение о процентной ставке должно опираться на долговременные прогнозы и тенденции в экономике, тогда как подавляющее большинство текущих ценовых шоков краткосрочны, а потому не требуют изменения ключевой ставки. С другой стороны, при принятии решения об изменении

⁹ Банк России. Аналитический обзор «Банковский сектор в 2022 г.». URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43816/analytical_review_bs-2022.pdf

Банк России. Аналитический обзор «Банковский сектор в 4 квартале 2023 г.». URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/48978/analytical_review_bs-2023-4.pdf

ставки необходимо учитывать инфляционные ожидания участников рынка, которые влияют на спрос и цену отдельных товаров и услуг.



Источник. Официальный сайт ФРБ Сент-Луиса. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/>

Рис. 4. Корреляция процентной ставки и инфляции в США в 1998–2022 гг.



Источник. Официальный сайт Банка России. URL: https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/

Рис. 5. Корреляция процентной ставки и инфляции в России

Таким образом, представляется справедливым высказанное рядом авторов утверждение [Абрамова и др., 2023; Geiger et al., 2023] о росте роли коммуникаций как принципа денежно-кредитной политики, поскольку воздействие на частных и корпоративных участников рынка через различные информационные каналы в ряде случаев находит свое прямое

отражение на макроэкономических показателях (например, формирование инфляционных ожиданий в конечном итоге приводит к изменению показателя инфляции).

Некоторые исследователи [Coibion et al., 2022], проанализировав формы коммуникации центральных банков, пришли к заключению, что финансовые регуляторы преимущественно ориентированы на финансовые рынки, но не на широкую общественность, между тем именно инфляционные ожидания домохозяйств формируют их решения о расходах. Потому вышеназванными авторами подчеркивается важность прямых коммуникаций с общественностью в качестве инструмента денежно-кредитной политики.

Вместе с тем следует учитывать множество других факторов, влияющих на изменение инфляции, которые лежат в плоскости согласования монетарной и других реализуемых государством типов политики (бюджетно-налоговой, промышленной, социальной и пр.) [Зеленева, Лихопой, 2023]. Так, финансовая и ценовая стабилизация (в том числе предотвращение формирования инфляционной спирали), помимо ОНДКП, является одной из задач Основных направлений бюджетной политики¹⁰, реализуемых Минфином РФ. Кроме того, при формировании бюджета на очередной период, как правило, сохраняются контуры бюджетной политики, заложенные в прошлый трехлетний период, и осуществляется ее точечная донастройка, влияющая на сдерживание инфляции.

Например, в этой связи нельзя не отметить роль бюджетного правила (механизма перераспределения доходов от экспорта сырья), наличие которого снижает неопределенность в экономике и создает общую макроэкономическую стабильность. В настоящее время это правило опирается на фиксированную цену нефти, но в перспективе возможен переход и к другим ориентирам.

Наконец, завершая вопрос о коммуникациях как части третьего принципа денежно-кредитной политики, следует выделить взаимодействие регулятора с другими государственными структурами в части установления валютных ограничений той или иной жесткости, что определяется на межведомственном и законодательном уровнях [Евстигнеева и др., 2022].

¹⁰ Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и плановый период 2025 и 2026 годов. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/09/main/ONBNiTTP__2024-2026.pdf

Обобщая сказанное, полагаем, что роль коммуникаций в достижении цели или целей денежно-кредитной политики, в том числе в условиях санкций, возросла настолько, что представляется возможным *выделить их в качестве самостоятельного принципа*. Кроме того, Банку России целесообразно *формировать коммуникационную стратегию* и развивать прямые формы коммуникации с общественностью, что позволит более эффективно воздействовать на инфляционные ожидания и снижать неопределенность в достижении монетарных целей.

4. Принятие решений по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза

В части анализа реализации четвертого принципа ОНДКП отдельного внимания заслуживают представленные в документе сценарии развития экономики России, определяемые влиянием мировых экономических тенденций, внешнеполитических рисков и внутренних факторов, создающих дополнительные условия для роста инфляции. Базовый сценарий макроэкономического развития в документе описан со значительными оговорками и возможностью его корректировки в обе стороны, что неизбежно в условиях существования разнонаправленных трендов экономического и неэкономического свойства, расширяющих диапазон неопределенности.

В базовом сценарии учтено влияние экономических рисков и сопутствующих им последствий рестрикционной денежно-кредитной политики на ситуацию в экономике в 2024 г., при этом в прогнозном периоде 2025–2026 гг. ожидается «возврат на траекторию сбалансированного роста»¹¹. Такой выбор регулятором базового сценария нам представляется вполне оправданным, так как он охватывает широкий спектр прогнозных показателей, опирается на глубокий анализ трендов.

Современная ситуация характеризуется наличием как статистических данных, свидетельствующих о негативных и даже рецессионных явлениях в глобальном экономическом пространстве, так и сигналов о возможном усугублении этих явлений, превращении их в тенденцию. К тревожным индикаторам, помимо инверсии краткосрочных и долгосрочных процентных ставок по казначейским обязательствам США¹², следует отнести также наблюдаемую в ряде случаев слабую корреляцию между

¹¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2024_2026/

¹² Официальный сайт инвестиционной платформы investing.com. URL: <https://ru.investing.com/rates-bonds/usa-government-bonds>

повышением ставок центральных банков стран и инфляционным давлением на экономику (рис. 4), что свидетельствует о *необходимости поиска дополнительных или даже альтернативных путей воздействия на денежную массу в рамках денежно-кредитной политики.*

Вместе с тем чрезвычайно важным представляется *отражение рисков, связанных с раскручиванием инфляции издержек*, обусловленным не только ростом цен на импортные сырье, оборудование и предметы потребления, но и удорожанием заимствований для предприятий реального сектора, основанном на повышении ключевой ставки (как раз и призванном эту инфляцию сдерживать).

В качестве прогнозных сценариев, альтернативных базовому, Банк России выделяет «Усиление фрагментации» и «Рисковый», которые учитывают вероятность реализации негативных трендов в мировой экономике – усиление деглобализационных процессов и рецессии в развитых экономиках, с одной стороны, и расширение санкций в отношении России – с другой.

Сценарий «усиление фрагментации» базируется на предположении о нарастании регионализации и геополитического напряжения в мире и их последствий для мирового товарооборота и экономики России. Вероятность такого развития событий представляется вполне обоснованной. В частности, в ходе Всемирного экономического форума 2023 г. обсуждались элементы происходящей дезинтеграции мировой экономики: сокращение международного сотрудничества и иностранных инвестиций, нарастание процессов «финансовой регионализации», рост торговых ограничений. Впервые они явно обозначились в период пандемии COVID-19 и обусловленных ею ограничений, но к настоящему времени их усиливают причины политического характера, и весьма вероятно, что этот тренд будет долгосрочным. В числе наиболее пострадавших могут оказаться развивающиеся экономики.

Сценарий БР предполагает, что дальнейшая фрагментация и замедление мирового экономического роста приведут к сокращению спроса на товары российского экспорта и снижению цены на нефть марки Urals (в этом отношении сценарий БР характеризуется крайне негативным прогнозом), что может привести к умеренному росту инфляции. В частности, в сценарии подчеркивается сохраняющаяся зависимость внутреннего производства от импортных комплектующих, что потенциально отразится на сокращении предложения и создаст тем самым дополнительные проинфляционные риски. Отметим, что ужесточение денежно-кредитной политики со стороны Банка России в таких условиях не сможет

радикально повлиять на рост инфляции, но способно будет увеличить подверженность процентному риску на финансовом рынке, привести к удорожанию капитала и сокращению экономической активности.

Вместе с тем относительно конъюнктуры на рынке нефти есть и более оптимистичные прогнозы, нежели в сценарии БР. Так, по оценкам ОПЕК, мировой спрос на нефть вырастет в 2024 г. на 2,25 млн барр. в сутки, что с учетом более быстрого расширения спроса по сравнению с предложением должно привести к росту мировых цен. При этом МВФ в I квартале 2024 г. снизил прогноз средней цены на нефть на текущий год, что нашло свое подтверждение в динамике фьючерсных рынков, однако эксперты фонда не исключают и возможность реализации иного сценария (роста цен) из-за продолжающегося конфликта на Ближнем Востоке. *Данный факт может привести к необходимости корректировки параметров сценария ОНДКБ на 2024 г.*

Сценарий «рисковый» основан на еще более негативных прогнозах в части влияния деглобализации на мировую и российскую экономику, а также усиления геополитических рисков. Эксперты МВФ ожидали мировую рецессию еще в 2023 г., однако повышение процентных ставок в США и Еврозоне, а также рост мировых цен на нефть в некоторой степени снизили ее риск. Тем не менее сохраняются объективные предпосылки к рецессии в Еврозоне в первом полугодии 2024 г., о чем свидетельствует негативная динамика индекса деловой активности (PMI), который в апреле 2024 г. составил 45,6, что ниже прогнозируемого значения. Рост процентных ставок способен привести к финансовым потерям глобальной банковской системы и как следствие, – к системному кризису на мировом финансовом рынке.

Наряду с замедлением мирового экономического роста «рисковый» сценарий учитывает усиление санкционного давления на российскую экономику и его влияние на баланс экспорта и импорта. В связи с этим в целях сдерживания инфляции сценарием предусмотрено существенное повышение ключевой ставки в 2024 г., что подтверждается решениями Банка России от 27 октября г и от 15 декабря 2023 г., в результате которых ставка выросла до 15,0–16,0% соответственно (на момент сдачи статьи в печать ставка сохранялась на уровне 16%).

Очевидно, что политика таргетирования инфляции требует формирования корректных макроэкономических сценариев для прогнозирования ее целевого уровня, что достаточно сложно в условиях высокой неопределенности, в том числе в части санкционных ограничений. Реализация рисков, рассматриваемых Банком России в качестве параметров

альтернативных сценариев, может потребовать более жесткой денежно-кредитной политики и увеличения ключевой ставки в целях таргетирования инфляции. Однако при этом перед БР остается также не менее важная задача поддержания экономического роста.

Как показывает мировая практика, гиперактивное использование рестрикционной денежно-кредитной политики ведет к замедлению темпов роста кредитования реального сектора. По оценке агентства АКРА, двукратный рост ключевой ставки Банка России прошлого года может сопровождаться ростом величины процентных платежей в 1,7–1,8 раза¹³, что весьма чувствительно и для объемов кредитования, и особенно для качества кредитных портфелей банков. Это порождает жесткую необходимость экономической поддержки ключевых производств, а также решения социальных вопросов отдельных групп населения за счет средств федерального бюджета (субсидирование кредитов, льготная ипотека и пр.), что в свою очередь является драйвером раскручивания инфляционной спирали через механизмы инфляции издержек и спроса.

Таким образом, изменение ключевой ставки при реализации любого из обозначенных сценариев *требует жесткой увязки с общенациональными экономическими интересами и тесного взаимодействия Банка России с Министерством финансов РФ и другими государственными структурами.*

5. Информационная открытость

Политика регулятора в отношении открытости информации как одного из принципов денежно-кредитной политики предполагает доведение до широкой общественности (публикацию) большого перечня экономических показателей. Однако следует принимать во внимание, что при изменении внешних условий (прежде всего, усилении санкционного давления) возможно временное закрытие части подобной информации. Именно такой подход был использован в 2022 г. и касался части финансовой отчетности субъектов рынка, а также статистики внешнего сектора.

Постепенный отказ от ограничений раскрытия информации эмитентами представляется важным условием восстановления инвестиционной привлекательности отечественного фондового рынка. При этом в части ограничений, которые предполагается сохранить и впредь, *полагаем целесообразным дифференцировать требования к участникам рынка с учетом*

¹³ Двойной удар. Российский банковский сектор: прогноз на 2024 год. АКРА. 27 декабря 2023. URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/886/7chk2k919ndsg67tytdyadmgiiev8302vj/20231227_RFIVP.pdf

их приоритетов – что они считают более важным – не допустить распространения информации о своей деятельности или привлечь финансирование на фондовом рынке.

Операционные цели монетарной политики

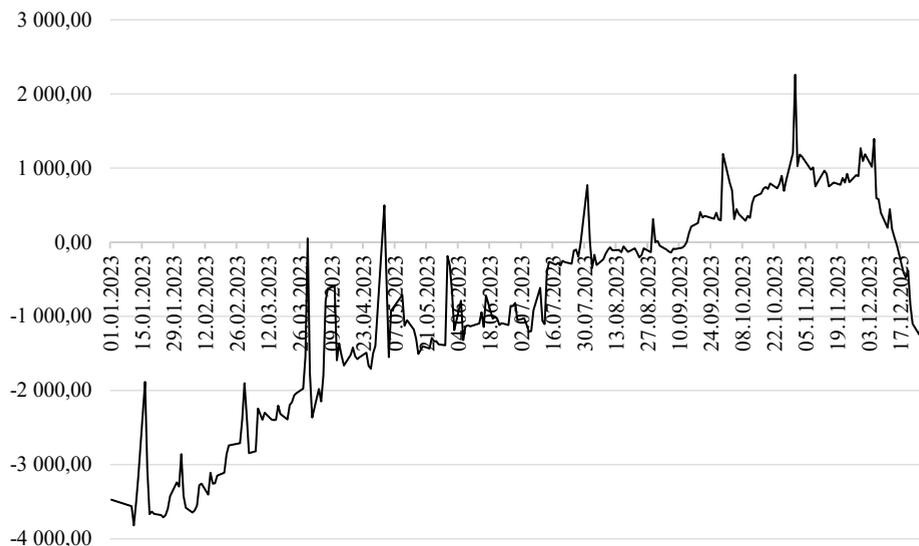
Анализ денежно-кредитной политики Банка России был бы неполным, если бы наряду с ее принципами и особенностями их реализации на современном этапе мы бы не уделили внимание операционной цели денежно-кредитной политики – *поддержанию ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки* для влияния на экономическую активность и динамику цен в рамках стратегии таргетирования инфляции. С учетом того, что ставки денежного рынка в дальнейшем транслируются в остальные ставки в экономике, это позволяет четче доносить до хозяйствующих субъектов сигналы, посылаемые Банком России.

Наиболее используемыми инструментами в рамках операционной процедуры являются процентные ставки по операциям Банка России и обязательные резервные требования. Оба они активно применялись в 2023 г. исходя из текущей ситуации на отечественном финансовом рынке. Для влияния на ставки денежного рынка Банк России проводил операции постоянного действия (кредитные и депозитные операции, а также сделки репо), по которым был установлен коридор в 200 процентных пунктов с ключевой ставкой в его середине.

Такая широта границ коридора обусловлена стремлением регулятора создать стимулы для развития рынка межбанковских кредитов. Последнее крайне важно для эффективной работы механизма саморегулирования банковской ликвидности без лишнего вмешательства Центрального банка. Это, в числе прочего, позволило удержать ставку RUONIA (Ruble Overnight Index Average) по необеспеченным однодневным межбанковским кредитам и депозитам в рублях, которая служит операционным ориентиром денежно-кредитной политики. Спред по ставке RUONIA в течение всего года не достигал границ указанного коридора, а колебался в среднем на уровне 50 базисных пунктов, отклоняясь на максимуме до 70 базисных пунктов.

Примечательно, что указанный спред был преимущественно отрицательным по отношению к ключевой ставке на протяжении всего года, что было обусловлено преимущественным профицитом банковской ликвидности (рис. 6).

Денежно-кредитная политика Банка России в условиях санкционных ограничений



Источник. Составлено авторами на основе данных Банка России. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/bliquidity

Рис. 6. Дефицит (+)/профицит (-) банковской ликвидности в 2023 г.

Отметим, что в 2023 г. Банк России изменил подход к оценке ликвидности банковского сектора в аналитических целях. Так, с ноября 2023 г. в расчет дефицита/профицита ликвидности включено сальдо между остатками на корсчетах банков и усредняемой величиной обязательных резервов. Данная схема расчета позволяет исключить влияние операций по поддержанию обязательных резервов (что ранее приводило в ряде случаев к трансформации профицита в дефицит ликвидности)¹⁴.

Одной из главных причин профицита банковской ликвидности в конце 2022 – первой половине 2023 гг. стали операции Федерального казначейства, связанные с наращиванием расходов федерального бюджета, в том числе сопряженные с авансированием части государственных расходов и реализацией инвестиционных проектов. В начале 2023 г. профицит банковской ликвидности в среднем составлял 2–3 трлн руб., а на максимуме доходил почти до 4 трлн руб.

Для связывания излишков денежной массы, чтобы они не оказывали инфляционного давления на экономику, Банк России регулярно проводил

¹⁴ Официальный сайт Банка России. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/bliquidity/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2023&UniDbQuery.To=

депозитные аукционы на срок от 1 до 7 дней, а также активно применял обязательные резервные требования. Так, в течение 2023 г. для банков трижды повышались нормы обязательных резервов, при этом, начиная с майского повышения, впервые были применены дифференцированные нормы резервирования по обязательствам в валюте дружественных и недружественных стран.

При установлении норм обязательных резервов и в целом при корректировании применения различных инструментов управления ликвидностью Банк России учитывал также изменения на российском финансовом и платежном рынке (в частности, речь идет об активизации использования системы быстрых платежей (СБП) и введении в оборот с 1 августа 2023 г. цифрового рубля). Это свидетельствует о гибкости реализуемых им подходов в рамках операционной процедуры денежно-кредитной политики.

Помимо указанных действий регулятора, еще одним фактором, оказывающим влияние на снижение банковской ликвидности, стал повышенный спрос на наличные со стороны населения, который превысил в 2023 г. средний уровень на 2,5–3 трлн руб. Он обусловлен как экономической неопределенностью, в условиях которой граждане стремятся хранить деньги в ближайшем доступе, так и повышенным спросом на наличные со стороны новых российских регионов, где наблюдается активизация экономической активности на фоне низкого проникновения расчетных услуг. Как результат, профицит ликвидности российской банковской системы снизился, приблизившись к нулевым отметкам, что позволяет оценить действия Банка России в рамках операционной процедуры денежно-кредитной политики как в целом эффективные.

Заключение

Анализ положений Основ национальной денежно-кредитной политики Банка России и мер, предпринимаемых в целях реализации ее принципов в текущей макроэкономической и геополитической ситуации, позволяет сделать следующие выводы:

- таргетирование инфляции остается главным направлением денежно-кредитной политики Банка России, которому подчинен подбор методов и мер денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе;
- в современных экономических и политических реалиях основная часть принципов денежно-кредитной политики остаются неизменными, однако некоторым из них следует уделять большее внимание. В частности, особую значимость приобретает коммуникация, которую, по нашему мнению, следует выделить в самостоятельный принцип; также отмечаем целесообразность углубленного развития прямых

коммуникаций с общественностью, что позволит снизить неопределенность в достижении ее целей;

– анализ статистических данных доказывает, что в Российской Федерации так же, как в ряде ведущих стран, в настоящее время не прослеживается тесных обратных корреляционных связей между повышением ключевой ставки и снижением уровня инфляции, что свидетельствует о необходимости использования дополнительных методов для достижения целевых ценовых показателей;

– для повышения качества исполнения принципов денежно-кредитной политики следует обеспечить сбалансированность и согласованность плановых документов, реализуемых Банком России и Министерством финансов РФ по приоритетам, целям, задачам, мероприятиям, показателям, финансовым и иным ресурсам и срокам реализации;

– в обязательном порядке требуется учитывать внешние факторы, приводящие к трансформации текущего и среднесрочного инструментария денежно-кредитной политики в условиях санкционных ограничений; использовать дополнительные методы воздействия на инфляцию, оставляя при этом ставку Банка России в качестве основного;

– в дальнейшем в рамках проведения операционной процедуры денежно-кредитной политики необходимо поддерживать гибкость реагирования на изменения в политической и экономической сферах.

Литература/References

Абрамова М.А., Дубова С.Е., Ларионова И.В., Ершов М.В., Захарова О.В., Зеленева Е.С., Пищик В.Я. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов: мнение экспертов Финансового университета // Экономика. Налоги. Право. 2023. Т. 16. № 1. С. 6–21.

Abramova, M.A., Dubova, S.E., Larionova, I.V., Ershov, M.V., Zakharova, O.V., Zeleneva, E.S., Pishchik, V. Ya. (2023). On the main directions of the unified state monetary policy for 2023 and the period 2024 and 2025: the opinion of experts from the Financial University. *Economics. Taxes. Right*. T.16. No. 1. Pp. 6–21. (In Russ.).

Богданов А.Г. Денежно-кредитная политика РФ в контексте принципов, сигналов, ожиданий, ограничений: приемы Банка России // Банковское дело. 2022. № 5. С. 6–15.

Bogdanov, A.G. (2022). Monetary policy of the Russian Federation in the context of principles, signals, expectations, restrictions: techniques of the Bank of Russia. *Banking*. No. 5. Pp. 6–15. (In Russ.).

- Боровская Д.Г. О корректировке денежно-кредитной политики РФ в годы нестабильности экономики // *Международный журнал гуманитарных и естественных наук*. 2023. № 5–2 (80). С. 139–141.
- Borovskaya, D.G. (2023). On adjusting the monetary policy of the Russian Federation during the years of economic instability. *International Journal of Humanities and Natural Sciences*. No. 5–2 (80). Pp. 139–141. (In Russ.).
- Евстигнеева А., Щадилова Ю., Сидоровский М. Роль коммуникации и информационных факторов в возникновении сюрпризов денежно-кредитной политики Банка России // *Серия докладов об экономических исследованиях Банка России*. 2022. № 99. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/139700/wp_99.pdf
- Evstigneeva, A., Shchadilova, Yu., Sidorovsky, M. (2022). The role of communication and information factors in the emergence of surprises in the monetary policy of the Bank of Russia. *Series of reports on economic research of the Bank of Russia*. No. 99. (In Russ.). Available at: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/139700/wp_99.pdf
- Зеленева Е.С., Лихопой А.О. Принципы и инструменты денежно-кредитной политики в условиях экономической нестабильности // *Финансовый менеджмент*. 2023. № 1. С. 100–106.
- Zeleneva, E.S., Likhopoy, A.O. (2023). Principles and instruments of monetary policy in conditions of economic instability. *Financial management*. No. 1. Pp. 100–106. (In Russ.).
- Смирнов В.В. К вопросу о денежно-кредитной политике // *Финансы и кредит*. 2023. Т. 29. № 5. С. 1120–1141.
- Smirnov, V.V. (2023). On the issue of monetary policy. *Finance and credit*. T. 29. No. 5. Pp. 1120–1141. (In Russ.).
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Weber, M. (2022). Monetary policy communications and their effects on household inflation expectations. *Journal of Political Economy*. T. 130. No. 6. Pp. 1537–1584.
- Faure, A.P. (2013). *Central Banking & Monetary Policy: An Introduction*, Quoin institute (Pty) Limited&bookboon.com. ISBN978–87–403–0605–7
- Geiger, M., Gründler, D., Scharler, J. (2023). Monetary Policy Shocks and Consumer Expectations in the Euro Area. *Journal of International Economics*. Vol. 140. 103708. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103708>
- Taylor, J.B. (1993). *Discretion Versus Policy Rules in Practice*. Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy. 39: 195–214.
- Thierry, Warin. (2005). *Monetary Policy: From Theory to Practices*. Middlebury college economics discussion paper. No. 05–08. Available at: https://www.researchgate.net/publication/5169836_Monetary_Policy_From_Theory_to_Practices

Статья поступила 04.12.2023

Статья принята к публикации 21.12.2023

Для цитирования: Фрумина С.В., Белянчикова Т.В., Галанов В.А., Челухина Н.Ф., Марков М.А., Скапенкер О.М. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях санкционных ограничений // ЭКО. 2024. № 4. С. 183–202. DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2024–4–183–202

Информация об авторах

Фрумина Светлана Викторовна (Москва) – кандидат экономических наук, доцент. Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова; Финансовый университет при Правительстве РФ.

E-mail: Frumina.SV@rea.ru; ORCID: 0000–0001–5143–9417

Белянчикова Татьяна Викторовна (Москва) – кандидат экономических наук, доцент. Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова.

E-mail: Belyantchikova.TV@rea.ru

Галанов Владимир Александрович (Москва) – доктор экономических наук, профессор. Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова.

E-mail: Galanov.VA@rea.ru; <https://orcid.org/0000–0003–2399–6982>

Челухина Наталья Федоровна (Москва) – доктор экономических наук, профессор. Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова.

E-mail: Tchelukhina.NF@rea.ru

Марков Максим Александрович (Москва) – кандидат экономических наук, доцент. Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова.

E-mail: Markov.MA@rea.ru

Скапенкер Олег Михайлович (Москва) – кандидат экономических наук, Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова.

E-mail: Skapenker.OM@rea.ru

Summary

S.V. Frumina, T.V. Belyanchikova, V.A. Galanov, N.F. Chelukhina, M.A. Markov, O.M. Skapenker

Monetary Policy of the Bank of Russia in the Context of Sanction Restrictions

Abstract. Despite external shocks and continuous efforts of “unfriendly countries” to slow down the process of economic development of our country, the Bank of Russia is implementing the tasks for the progressive development of the economy, relying on the “Main Directions of the Unified State Monetary Policy”, adhering to the inflation targeting strategy. The purpose of this paper is to analyze enforcement of this policy principles in modern conditions, to develop recommendations for their observance in the future, while maintaining the ability to respond flexibly to current political and economic events and make operational adjustments based on the ongoing changes.

Keywords: *inflation; monetary policy; targeting; sanctions; currency restriction*

For citation: Frumina, S. V., Belyanchikova, T.V., Galanov, V. A., Chelukhina, N.F., Markov, M. A., Skapenker, O.M. (2024). Monetary Policy of the Bank of Russia in the Context of Sanction Restrictions. *ECO*. No. 4. Pp. 183–202. OI: 10.30680/ECO0131–7652–2024–4–183–202

Information about the authors

Frumina, Svetlana Viktorovna (Moscow) – PhD in Economics, Associate Professor. Plekhanov Russian University of Economics; Financial University under the Government of the Russian Federation.

E-mail: Frumina.SV@rea.ru; ORCID: 0000–0001–5143–9417

Belyanchikova, Tatyana Viktorovna (Moscow) – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor. Plekhanov Russian University of Economics.

E-mail: Belyantchikova.TV@rea.ru

Galanov, Vladimir Alexandrovich (Moscow) – Doctor of Economic Sciences, Professor. Plekhanov Russian University of Economics.

E-mail: Galanov.VA@rea.ru

Chelukhina, Natalia Fedorovna (Moscow) – Doctor of Economic Sciences, Professor. Plekhanov Russian University of Economics.

E-mail: Tchelukhina.NF@rea.ru

Markov, Maxim Alexandrovich (Moscow) – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor. Plekhanov Russian University of Economics.

E-mail: Markov.MA@rea.ru

Skapenker, Oleg Mikhailovich (Moscow) – Candidate of Economic Sciences. Plekhanov Russian University of Economics.

E-mail: Skapenker.OM@rea.ru