

УДК 336.02

DOI 10.51691/2500-3666\_2023\_10\_5

## ***АНАЛИЗ И ОЦЕНКА РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ СОВРЕМЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ***

***Эрдниева К.М.<sup>1</sup>,***

*студентка*

*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,*

*г. Москва, Россия*

### **Аннотация**

Мониторинг эффективности денежно-кредитной политики центральных банков играет важную роль в стратегическом управлении денежно-кредитной сферой не только на национальном, но и на глобальном уровне. В связи с этим совершенствование методического инструментария, применяемого для целей этого мониторинга, представляет как научный, так и практический интерес, что определяет актуальность темы исследования. Целью данной статьи является развитие теоретических и практических основ оценки результативности современной денежно-кредитной политики. Проведенное исследование позволило выявить факторы результативности денежно-кредитной политики и направления ее развития в России.

**Ключевые слова:** Денежно-кредитная политика, ценовая стабильность, таргетирование инфляции, эффективность, денежно-кредитное обращение, стратегическое управление.

---

<sup>1</sup> *Научный руководитель: Зеленева Е.С., к.э.н., ассистент, Департамент банковского дела и монетарного регулирования Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Россия*

## ***ANALYSIS AND EVALUATION OF THE EFFECTIVENESS OF THE MODERN MONETARY POLICY***

***Erdnieva K.M.,***

*student*

*Financial University under the Government of the Russian Federation,*

*Moscow, Russia*

### **Abstract**

Monitoring the effectiveness of central banks' monetary policies plays an important role in the strategic management of the monetary sector not only at the national but also at the global level. In this regard, improving the methodological tools used for the purposes of this monitoring is of both scientific and practical interest, which determines the relevance of the research topic. The purpose of this article is to develop the theoretical and practical foundations for assessing the effectiveness of the modern monetary policy of the Bank of Russia. The conducted research made it possible to identify factors of the effectiveness of monetary policy and the direction of its development in Russia.

**Keywords:** Monetary policy, price stability, inflation targeting, efficiency, monetary circulation, strategic management

### **Введение**

Макроэкономические шоки 2022-2023 гг. определяют актуальность исследования оптимизации структуры финансового сектора как с точки зрения типов финансовых посредников, так и типов «финансовых институтов». Это предполагает изучение состава финансовых активов и обязательств домохозяйств и фирм, а также факторов, влияющих на их предпочтения в отношении размера и состава активов и обязательств. Приоритетной задачей ЦБ РФ (Центрального банка Российской Федерации) Вектор экономики | [www.vectoreconomy.ru](http://www.vectoreconomy.ru) | СМЭ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

является изучение путей развития финансового сектора, способствующих повышению доступности долгосрочного финансирования (длинных денег) для реального сектора, принимая во внимание, что различия между ликвидностью активов и обязательств могут создавать риски для различных секторов экономики [7, с.2-8].

Также существует интерес к изучению макроэкономического воздействия изменений в структуре финансовой системы. Массовый приток розничных инвесторов на фондовый рынок обусловил тематику исследований, направленных на выявление потребительских рисков розничных инвесторов, включая изучение их инвестиционного поведения и определение их целей, ожиданий и удовлетворенности в отношении поведенческих результатов на инвестиционном рынке. Одним из важных направлений в условиях структурных изменений являются исследования, направленные на обеспечение финансовой доступности и повышение финансовой грамотности [3, с.6-22].

### **Основная часть**

В условиях растущей неопределенности Банк России сосредоточил внимание на совершенствовании своих аналитических инструментов. Это особенно необходимо для анализа тенденций развития банковского сектора и его устойчивости, прогнозирования основных показателей банковского сектора, анализа динамики и рисков в отдельных сферах кредитного рынка, в том числе ипотечного кредитования, а также решения других вопросов. В связи с этим существует необходимость совершенствования моделей прогнозирования дефолтов и моделей обратной связи между реальным сектором и финансовым сектором, включая сетевые модели на основе микроданных.

Такие модели необходимы для калибровки стандартов и коэффициентов, а также для стресс-тестирования. В области микропруденциальной политики важной темой исследования является

Вектор экономики | [www.vectoreconomy.ru](http://www.vectoreconomy.ru) | СМЭ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

оптимальное применение универсальных принципов международного надзора в национальных контекстах [1].

Банк России в течение длительного времени поддерживает уровень инфляции, близкий к 4%, последовательность денежно-кредитной политики и повышение прозрачности информации способствуют укреплению доверия населения к Банку России. В основном это отражается на динамике инфляционных ожиданий профессиональных участников рынка. С 2017 года их инфляционные ожидания приближены к цели Банка России и слабо зависят от временных отклонений инфляции. При этом в ответ на ускорение инфляции, даже временное, и в ответ на негативные новости инфляционные ожидания населения и бизнеса существенно возрастают. Компании в значительной степени полагаются на прошлые движения цен, чтобы оценить ожидаемую инфляцию в своих бизнес-планах. В то же время их инфляционные ожидания, как правило, не так значительно превышают целевой показатель инфляции, как инфляционные ожидания населения.

Незакрепленные инфляционные ожидания населения и бизнеса повышают вероятность побочных эффектов инфляции в ответ на различные шоки, которые Банк России учитывает при реализации денежно-кредитной политики. В период замедления инфляции и стабилизации таргетирования (с 2015 года до середины 2021 года) номинальные ставки по кредитам падали и уровни их формирования были значительно ниже, чем до перехода к таргетированию инфляции. Этому способствовали более низкие процентные ставки и более низкие премии за риск, связанные с макроэкономической неопределенностью.

В результате предприятия и домохозяйства стали брать больше кредитов, что способствовало росту кредитования. В период инфляционного таргетирования кредитование экономики в целом продолжало расти, опережая рост номинального ВВП. Рост кредитования ускорился в 2020-2021

годах из-за таких факторов, как мягкая денежно-кредитная политика ЦБ РФ в ответ на кризис, вызванный пандемией COVID-19[4, с.23-34].

Центральный банк России своевременно реагирует на экономические изменения и старается снизить негативное влияние изменений макроэкономической среды (инфляция, производство, колебания процентных ставок) на социальное благосостояние. В то же время отсутствие текущих статистических данных при принятии решений, особенно производственных данных, также является одним из факторов, осложняющих реализацию денежно-кредитной политики. Однако взвешенный подход Совета директоров Банка России к использованию макроэкономических прогнозов для принятия решений, а также регулярная корректировка на основе полученной информации позволяют предотвратить потери общественного благосостояния, вызванные недостатком статистических данных.

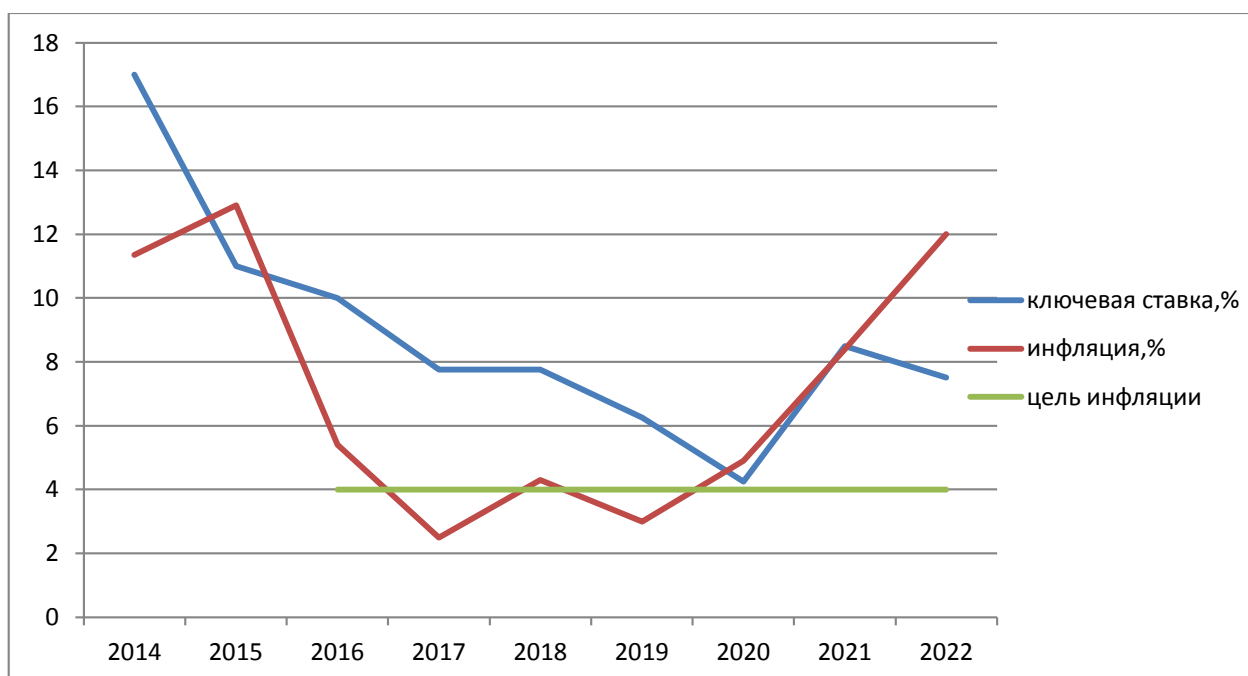


Рис.1.Ключевая ставка Банка России и инфляция

Источник: составлено автором по данным Банка России [1]

С точки зрения потерь социальной защиты эффект реальной денежно-кредитной политики лучше, чем эффект рекомендуемой денежно-кредитной политики с полным пониманием истинной динамики ВВП. Оценки также

показывают, что реализация сочетания денежно-кредитной политики и бюджетных правил в период с 2017 по 2021 год привела к усилению социальной защиты [4, с.23-34]. Денежно-кредитная политика, реализуемая в рамках стратегии таргетирования инфляции, оказывает стабилизирующее воздействие на динамику цен. Бюджетные правила ограничивают влияние сырьевых циклов на экономику. Реализация антициклической налогово-бюджетной политики сыграла роль в стабилизации совокупного спроса. В свою очередь, волатильность инфляции снижается, когда совокупный спрос более стабилен. За счет принятия бюджетных правил и денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение стабильности цен, достигается синергия: волатильность производства и инфляция еще больше снижаются, тем самым повышая социальное благосостояние.

Согласно законодательству Банк России несет ответственность за экономическую политику по многим направлениям, включая денежно-кредитную политику и политику, направленную на поддержание стабильности финансового сектора и стабильности финансовой системы. Эти области взаимозависимы [3, с.6-22].

С одной стороны, финансовая стабильность является необходимым условием для эффективной передачи решений денежно-кредитной политики в экономику. Меры жизнеспособности финансовых учреждений и финансовой стабильности могут повлиять на денежно-кредитные условия. С другой стороны, решения денежно-кредитной политики влияют на состояние финансового сектора, в частности на способность сдерживать накопление рисков для финансовой стабильности и ограничивать негативные последствия их реализации. Таким образом, влияние решений, принятых по одной политике, на другие политики должно быть принято во внимание при формулировании других политик. При этом взаимодействие денежно-кредитной политики и политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности, различно в нормальных и кризисных ситуациях.

В целом Банк России настаивает на постановке отдельных целей денежно-кредитной политики и политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности, то есть на разделении целей и инструментов этой политики. Инструменты денежно-кредитной политики, включая политику процентных ставок, используются для обеспечения стабильности цен, тогда как стабильность финансового сектора обеспечивается с помощью других механизмов – микропруденциального регулирования, надзорной деятельности, мер финансового оздоровления и мер макропруденциальной политики.

При этом Банк России рассмотрел взаимодействие мер денежно-кредитной политики и политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности, учитывая различную величину их влияния на экономические процессы. Таким образом, денежно-кредитная политика влияет на экономическую и ценовую динамику в среднесрочной перспективе. При этом меры микропруденциального надзора носят долгосрочный характер. Независимо от текущих экономических условий, они будут продолжать внедряться и влиять на структурные аспекты деятельности финансовых организаций.

Таким образом, Банк России использует инструменты денежно-кредитной политики для выполнения своей функции кредитора последней инстанции и обеспечения необходимой ликвидности. Кроме того, российский центральный банк может использовать ключевые процентные ставки в целях финансовой стабильности, чтобы не допустить бегства клиентов из банков. При этом Банк России также учитывает влияние решений финансовой стабильности на экономику.

Например, российский центральный банк повысил ключевые процентные ставки в конце 2014 года и снова в 2022 году в целях финансовой стабильности. Повышение ключевых процентных ставок привело к увеличению склонности граждан к сбережениям в рублях и

Вектор экономики | [www.vectoreconomy.ru](http://www.vectoreconomy.ru) | СМЭЛ № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

ограничению оттока капитала из банковского сектора. По мере стабилизации ситуации российский центральный банк постепенно снижает ключевую ставку. В то же время дерегуляция регулирования во время кризисов 2020 и 2022 годов помогла смягчить влияние кризиса на банковскую систему. Банки смогли еще больше увеличить объем кредитования за относительно короткий период времени. При определении лимитов соответствующих российских банковских операций учитывается влияние отдельных мер банковского надзора на потребности банков в предоставлении или абсорбции ликвидности для российских банковских операций. Как таковые, они не оказали существенного долговременного влияния на динамику банковских операций или на ужесточение денежно-кредитных условий.

Публикация оценок внутренних параметров модели (таких как коэффициенты функции реакции центрального банка) может помочь улучшить предсказуемость решений и устранить проблемы информационного преимущества. Публикация кода нескольких прогнозных моделей позволит аналитикам и экспертам воспроизводить прогнозы Банка России, снизив при этом риск рассмотрения результатов модели как обязательства для Банка России, поскольку разные модели будут давать разные результаты. Банк России также мог бы повысить прозрачность, чаще публикуя детализацию причин отклонения инфляции от целевого показателя и/или прогноза. Глубинные интервью с аналитиками и экспертами, проведенные Банком России в январе 2023 года, также показали наличие запросов на публикацию протоколов Совета директоров Банка России о процентных ставках.

Денежно-кредитная политика Центрального банка России направлена на поддержание ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции. Однако такого общего определения недостаточно для практической реализации денежно-кредитной политики. Необходимо более

точно определить целевые параметры, отражающие стабильное состояние цен, то есть формат определения таргета по инфляции[5, с.6-21].

Однако события 2022 года, возросшая неопределенность в отношении внешних условий и продолжающиеся структурные изменения в экономике могут потребовать более значительных изменений относительных цен в среднесрочной перспективе, что потребует существенного пересмотра текущей оценки вероятности снижения цели.

Таким образом, необходим дальнейший анализ и обсуждение возможных сроков снижения целевого показателя инфляции. Оценка и характеристики экономического процесса, полученные в ходе анализа и изучения, свидетельствуют о наличии возможностей для снижения целевого показателя инфляции в будущем, можно выделить следующие моменты.

1. Результаты модельных расчетов показывают, что скорректировать таргет инфляции в сторону понижения все еще возможно. С одной стороны, оценки, основанные на данных до 2022 года, указывают на то, что оптимальным уровнем российской экономики является целевой уровень инфляции около 1%. Этот уровень сводит к минимуму издержки колебания цен для общества и позволяет денежно-кредитной политике максимизировать социальное благосостояние. С другой стороны, помимо критерия оптимальности, центральные банки обычно учитывают и другие факторы при определении целевого уровня инфляции на практике.

2. Инфляционные ожидания в России не являются препятствием для снижения целевого показателя инфляции. Международный опыт показывает, что большинство стран, применяющих инфляционное таргетирование, имеют демографические инфляционные ожидания выше целевого уровня инфляции, даже для стран, имеющих многолетний успешный опыт инфляционного таргетирования. В этих странах, как и в России, существует тенденция судить об общей инфляции, глядя на динамику цен на отдельные товары и

ориентируясь в значительной степени на прошлую динамику инфляции (адаптируемость).

4. Еще не решено, следует ли поддерживать специальные резервы на целевых уровнях, чтобы избежать устойчивой отрицательной динамики цен на широкий спектр товаров и услуг. В последние годы российская экономика не демонстрировала явной дефляционной тенденции. В то же время анализ динамики инфляции в России показывает, что при снижении инфляции уменьшается разброс цен или распределение повышения цен на товары и услуги, то есть широкий диапазон товаров и услуг

6. Уровень инфляции среди торговых партнеров России остается ниже 4% (до 2022 года), и ожидается, что эта тенденция сохранится, учитывая растущую долю развивающихся стран среди торговых партнеров России, учитывая их целевые показатели инфляции. В открытой экономике при определении целевого уровня инфляции необходимо учитывать уровень инфляции стран-торговых партнеров [8, с.40-50].

7. Позитивное долгосрочное влияние более низкого целевого уровня на российскую экономику может частично или даже полностью компенсировать краткосрочные издержки. Краткосрочные потери российского производства при переходе к новым целевым уровням инфляции оцениваются весьма небольшими по сравнению с потерями развитых стран (Еврозона, США, Великобритания). Снижение целевого показателя инфляции путем фактического снижения инфляции приведет к снижению государственных инфляционных ожиданий и долгосрочных процентных ставок. Это, в свою очередь, поможет повысить доступность долгового финансирования, в том числе для долгосрочных инвестиций.

В последние годы мировая экономика росла в сложных условиях. Торговые конфликты и протекционистские меры, пандемия и ограничения статус-кво, растущая геополитическая напряженность и фрагментация рынка — все это оказывает существенное влияние на экономическую динамику и

Вектор экономики | [www.vectoreconomy.ru](http://www.vectoreconomy.ru) | СМЭ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

инфляцию. При этом продолжают развиваться долгосрочные тенденции, связанные с прогрессом и развитием общества. Растущая диверсификация финансового сектора, растущее число потребителей финансовых и инвестиционных услуг, глобальное потепление и повышение экологического сознания, старение и упадок населения, расхождение доходов и возможностей между различными демографическими группами – все эти процессы происходят одновременно во многих странах, несмотря на то, что их проявления различаются в зависимости от экономического, институционального и социокультурного контекста.

Все эти процессы отражаются на российской экономике и прямо или косвенно повлияют на российскую экономику в будущем. Многие из описанных выше процессов создают проблемы, выходящие за рамки воздействия денежно-кредитной политики. Однако, как показывает анализ, они могут осложнить реализацию денежно-кредитной политики. В основном это связано с вероятным увеличением частоты шоков предложения. В отличие от шоков спроса, шоки предложения заставляют цены и объемы производства двигаться в разных направлениях. Поэтому денежно-кредитная политика не может одновременно стабилизировать инфляцию и производство.

Для такой экономики, как Россия, где инфляционные ожидания нестабильны, оценка продолжительности шока и риска побочных эффектов инфляционных ожиданий будет иметь решающее значение при определении необходимой реакции денежно-кредитной политики. По сравнению со странами, опирающимися на инфляционные ожидания, денежно-кредитная политика может быть более чувствительной к отклонениям в динамике цен. В связи с этим информирование о решениях становится особенно важным. В то же время спрос также изменится.

Демографические изменения, развитие «зеленой» экономики, расширение возможностей финансового сектора и другие процессы приведут

Вектор экономики | [www.vectoreconomy.ru](http://www.vectoreconomy.ru) | СМЭ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

к изменению потребительского, сберегательного и инвестиционного поведения граждан. Это, в свою очередь, будет определять различия в реакции на экономические шоки и решениях в области денежно-кредитной политики, тем самым влияя на механизм передачи. Описанные выше долгосрочные тенденции могут существенно повлиять на цели и приоритеты государственных расходов, а также повлиять на налоговые поступления. Это касается других стран и России. В то же время макроэкономическая стабильность является необходимым условием успеха структурных преобразований и создания предпосылок для более высоких потенциальных темпов экономического роста.

Таблица 1. Базовый сценарий

|                                                                                                            | 2021<br>(факт) | 2022            | 2023            | 2024      | 2025      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------|-----------|
| Инфляция<br>в целом за год                                                                                 | 8,4            | 12,0 — 13,0     | 5,0 — 7,0       | 4,0       | 4,0       |
| Валовой<br>внутренний<br>продукт                                                                           | 4,7            | (-3,5) — (-3,0) | (-4,0) — (-1,0) | 1,5 — 2,5 | 1,5 — 2,5 |
| — в %, IV квартал<br>к IV кварталу<br>предыдущего года                                                     | 5,0            | (-7,8) — (-6,4) | 0,0 — 1,5       | 0,5 — 1,5 | 1,5 — 2,5 |
| Ключевая ставка,<br>% годовых,<br>в среднем за год                                                         | 5,7            | 10,6            | 6,5 — 8,5       | 6,0 — 7,0 | 5,0 — 6,0 |
| Требования<br>банковской<br>системы<br>к экономике<br>в рублях<br>и иностранной<br>валюте,<br>в том числе: | 13,9           | 9 — 12          | 8 — 13          | 9 — 14    | 8 — 13    |
| ● к организациям                                                                                           | 10,7           | 10 — 13         | 7 — 12          | 8 — 13    | 8 — 13    |
| ● к населению,<br>в том числе:                                                                             | 22,0           | 7 — 10          | 9 — 14          | 9 — 14    | 8 — 13    |

|                                    |      |         |         |         |         |
|------------------------------------|------|---------|---------|---------|---------|
| — ипотечные<br>жилищные<br>кредиты | 26,7 | 14 — 17 | 10 — 15 | 10 — 15 | 10 — 15 |
|------------------------------------|------|---------|---------|---------|---------|

Источник: [2].

Еще одной важной социально-демографической проблемой является проблема неравенства. Каждая страна мира испытывает ту или иную форму неравенства. Оно проявляется в неравенстве в доходах, потреблении, товарах и возможностях и развивается в долгосрочной перспективе под влиянием множества факторов. В последние годы неравенство в России сократилось. Денежно-кредитная политика, направленная на поддержание низкой и стабильной инфляции, косвенно способствует сокращению неравенства[6].

Домохозяйства с низкими доходами держат большую часть своих средств в наличных или текущих счетах, что не защищает их от инфляции. Когда инфляция высока и нестабильна, покупательная способность номинального дохода значительно снижается. Низкая инфляция делает расходы более предсказуемыми для групп с низкими доходами, позволяя им составлять бюджет, создавая благоприятные условия для сбережений и ограничивая рост неравенства.

Денежно-кредитная политика, направленная на возвращение экономики к ее потенциалу, может позволить этим демографическим группам быстрее увеличить свои доходы. Очень большое неравенство может повлиять на эффективность передачи политических решений. Таким образом, если экономическое неравенство велико, центральным банкам придется менять процентные ставки более резко, когда им нужно стимулировать или охладить экономику. Это может привести к волатильности выпуска и затруднить достижение целевых показателей инфляции. В России текущий уровень неравенства не повлиял на функционирование процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, который демонстрирует высокую эффективность.

## **Заключение**

Таким образом, стабильность макроэкономических параметров в среднесрочной перспективе является необходимым экономическим аспектом для более точной оценки вклада операций государственного сектора в формирование денежно-кредитной политики. Это помогает определить своевременные и адекватные меры денежно-кредитной политики в ответ на риски стабильности цен и риски постоянных отклонений инфляции от целевых уровней.

В базовом сценарии Банка России мировая экономика продолжает развиваться в рамках установившихся тенденций. В ответ на продолжающуюся высокую инфляцию крупные центральные банки ужесточают свою денежно-кредитную политику. Это приведет к замедлению глобального экономического роста. Ужесточение денежно-кредитной политики в условиях повышенной волатильности рынка увеличит риски для финансовой стабильности. Однако эталонный сценарий не предполагает их реализацию. Скорректированная денежно-кредитная политика позволит крупнейшим экономикам избежать масштабной рецессии.

С целью повышения результативности денежно-кредитной политики Банка России необходимо координировать монетарные меры с мерами бюджетно-налоговой, макропруденциальной и финансовой политики, так как общая финансовая стабильность не только определяет динамику компонент инфляции, но и формирует инфляционные ожидания и потребительские настроения. Следовательно, инфляционное таргетирование в России может быть результативно только при комплексной реализации макроэкономической политики.

## **Библиографический список**

- [1] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов [Электронный ресурс]: Вектор экономики | [www.vectoreconomy.ru](http://www.vectoreconomy.ru) | СМЭЛ № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

офиц. сайт Банка России // Интернет-ресурс: <https://cbr.ru> // Режим доступа: [https://cbr.ru/about\\_br/publ/ondkp/on\\_2023\\_2025/](https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2023_2025/)

[2] Статистика. Банк России. [Электронный ресурс]. — Режим доступа — URL: <https://cbr.ru/statistics/>

[3] Абрамова М. А., Дубова С. Е., Ершов М. В. Захарова О. В., Звонова Е. А. Зеленева Е. С. Масленников В. В., Пищик В. Я. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов: мнение экспертов Финансового университета. Экономика. Налоги. Право. 2022. 15(1). С.6-22.

[4] Гончаренко Л.И., Малкова Ю.В., Полежарова Л.В., Тихонова А.В., Юмаев М.М. Об основных направлениях налоговой политики на 2022 год и на период 2023-2024 годов // Экономика. Налоги. Право. 2022;15(1).С. 23-34.

[5] Господарчук Г.Г., Зеленева Е.С. Оценка эффективности денежно-кредитной политики центральных банков // Финансы: теория и практика. 2021. Т. 25. № 1. С. 6-21.

[6] Звонова Е. А., Кузнецов А. В., Пищик В. Я., Сильвестров С. Н. Формирование институтов регулирования рисков стратегического развития. Монография. Эскиндаров М. А., Сильвестров С. Н., ред. М.: Когито-Центр; 2019. - 454 с.

[7] Крылова Л. В. Децентрализация мировой валютно-финансовой системы в условиях деглобализации // Банковские услуги. 2022. - №7. - С.2-8.

[8] Крюков В., Порфирьев Б., Широков А. Меморандум суверенного роста. Цели и задачи экономической политики в новых условиях // Эксперт. 2022. 1252(20). С.40-50.

*Оригинальность 83%*