

УДК 336.7

DOI:10.24412/2782-4845-2023-6-15-25

## АНАЛИЗ РЕАЛИЗАЦИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ И ВНЕШНИХ ОГРАНИЧЕНИЙ

**В.С. Назаренко**, Липецкий филиал ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ», Липецк, Россия

*Аннотация.* В статье рассматриваются условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики, реализуемой Банком России в период с конца 2021 года по начало 2023 года в условиях введенных недружественными странами санкций в отношении России. В текущих условиях взвешенная денежно-кредитная политика не только должна обеспечить ценовую стабильность и предсказуемые условия, но и создать стимулы для роста экономической активности и ускоренного проведения структурной трансформации национальной экономики.

*Ключевые слова:* денежно-кредитная политика, санкции, банковская система, финансовый сектор, ключевая ставка, инфляция.

**Для цитирования:** Назаренко В.С. Анализ реализации денежно-кредитной политики в условиях экономической нестабильности и внешних ограничений // ЭФО. Экономика. Финансы. Общество. 2023. №2 (6). С. 15-25. DOI:10.24412/2782-4845-2023-6-15-25

## ANALYSIS OF MONETARY POLICY IMPLEMENTATION IN CONDITIONS OF ECONOMIC INSTABILITY AND EXTERNAL CONSTRAINTS

**V.S. Nazarenko**, Lipetsk branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Lipetsk, Russia

*Abstract.* The paper examines the conditions of implementation and the main measures of monetary policy implemented by the Bank of Russia in the period from the end of 2021 to the beginning of 2023 in the conditions of sanctions imposed by unfriendly countries against Russia. In the current conditions, a balanced monetary policy should not only ensure price stability and predictable conditions, but also create incentives for the growth of economic activity and accelerated structural transformation of the national economy.

*Keywords:* monetary policy, sanctions, banking system, financial sector, key rate, inflation.

### **Введение**

В 2022 году экономика России столкнулась с беспрецедентным давлением со стороны ряда недружественных стран, ставшим апогеем геополитической напряженности и попыток сохранения однополярного мира. В этих условиях отечественная экономика оказалась в весьма непростой ситуации: с одной стороны, введенные против нашей страны (как финансовые, так и торговые)

санкции породили целый ряд шоков, оказывающих дестабилизирующее воздействие, с другой стороны, экономика вынуждено ускорила процесс структурной трансформации, стараясь преодолеть существовавшие ранее структурные проблемы и возникшие недавно сложности.

Введенные в отношении Российской Федерации санкции в первую очередь касались финансового сектора, их целью было использовать возможные уязвимости и спровоцировать нарастание дисбалансов. В дальнейшем данные риски и угрозы распространились бы на реальный сектор, также подверженный торговым и персональным санкциям.

В этих условиях перед государством стоит целый ряд важных задач: минимизировать последствия санкций, в том числе в части спада экономического роста, эффективно управлять рисками, поддерживать ценовую и финансовую стабильность, обеспечивая наилучшие из возможных условий осуществления структурной трансформации. С учетом вышесказанного, целью данной работы является проведение анализа реализации Банком России денежно-кредитной политики в условиях экономической нестабильности и внешних ограничений, которым подверглась российская экономика.

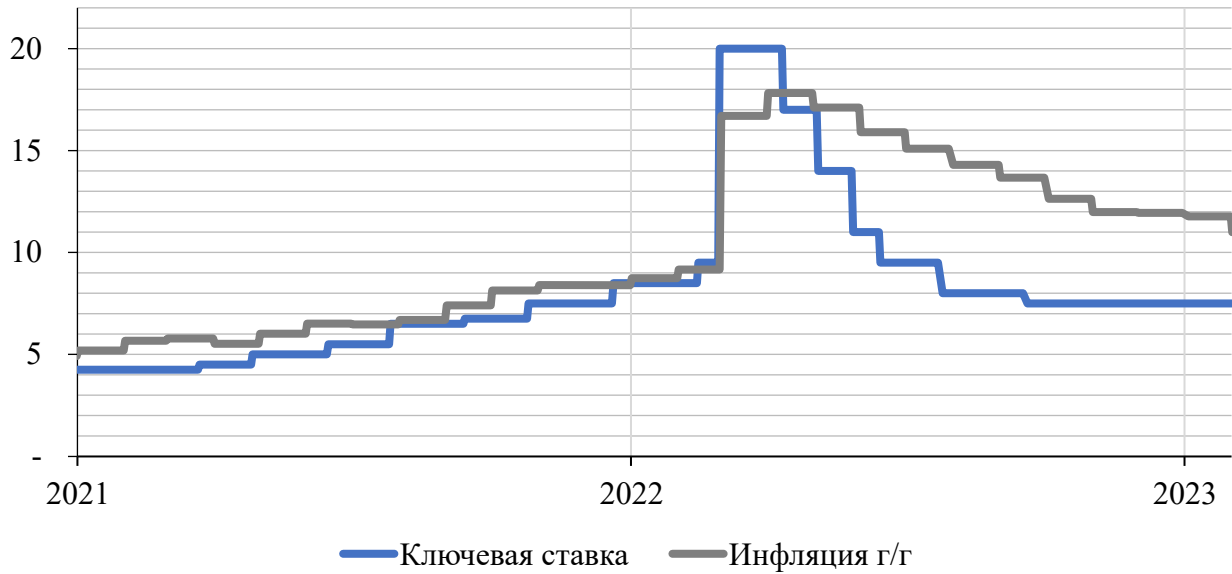
### ***Основная часть***

Несмотря на происходящие потрясения и активную трансформацию подходов органов власти к реализации экономической политики в условиях санкций, цель денежно-кредитной политики Банка России остается неизменной – это защита и обеспечение устойчивости национальной валюты. Реализуется данная цель в рамках режима таргетирования инфляции посредством сохранения темпов роста цен вблизи заданного таргета, то есть обеспечивающейся тем самым ценовой стабильности.

«В рамках стратегии таргетирования инфляции Банк России по-прежнему придерживается следующих ключевых принципов денежно-кредитной политики:

- установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции;
- реализация денежно-кредитной политики в условиях плавающего валютного курса;
- применение ключевой ставки и коммуникации как основных инструментов денежно-кредитной политики;
- принятие решений по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза;
- информационная открытость» [1].

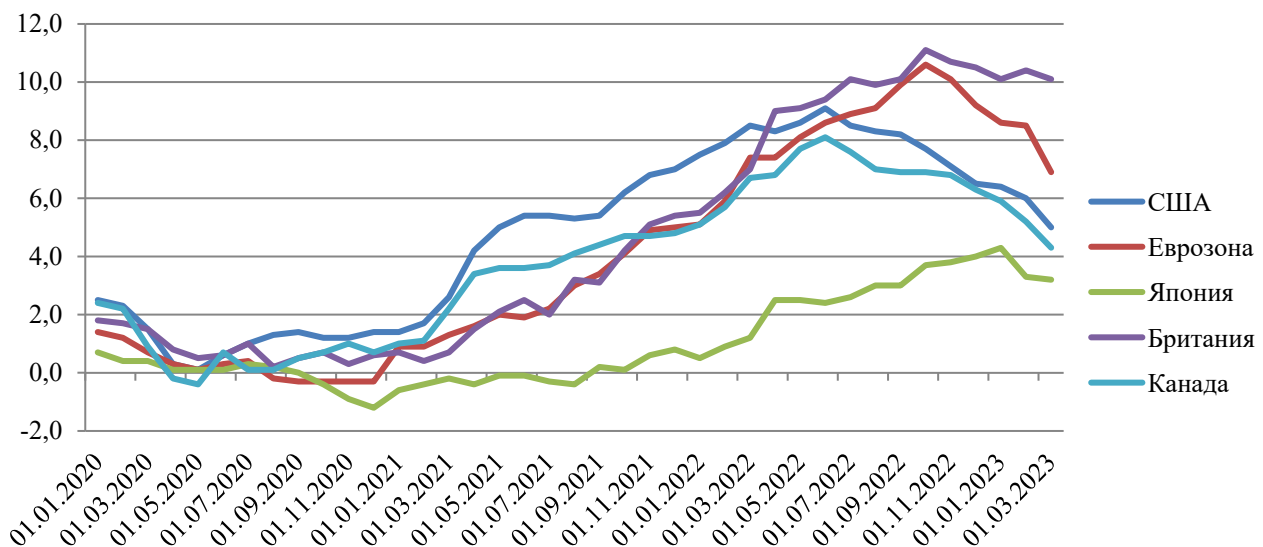
Неизменным остается и таргет – Банк России стремится поддерживать уровень инфляции в стране вблизи 4 %. Достигаться данная цель должна посредством использования процентного канала, а именно изменения ключевой ставки. Динамика инфляции и ключевой ставки представлены на рисунке 1.



**Рис. 1. Динамика ключевой ставки и инфляции, %\***

\* составлено автором на основе данных [2]

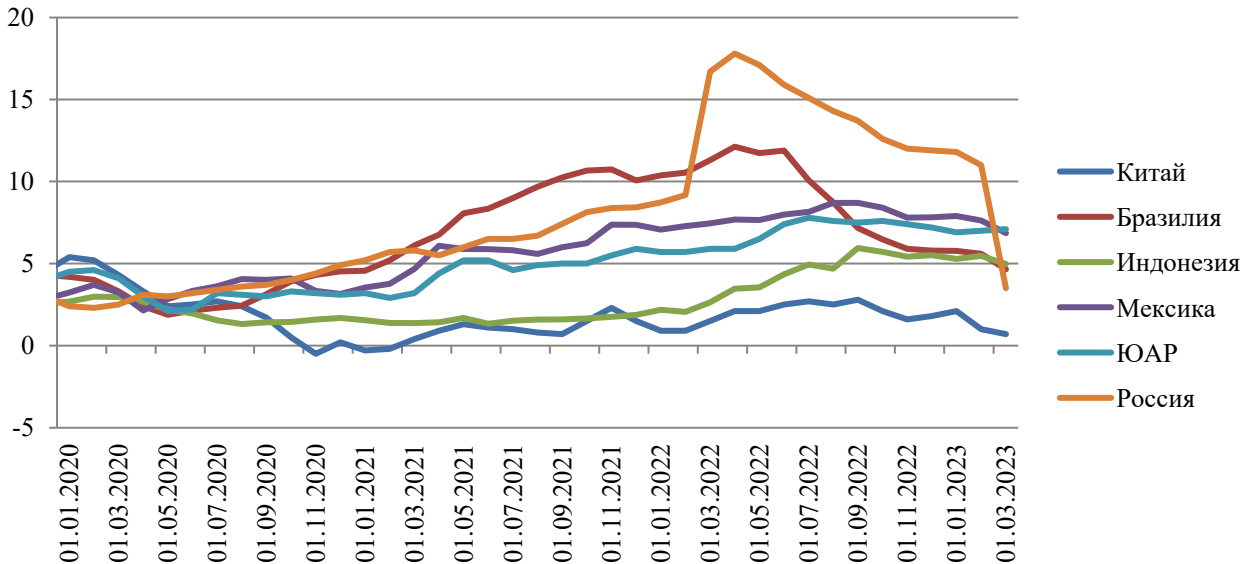
Рассмотрим ситуацию, которая предшествовала активной фазе санкционного давления. Конец 2021 года стал периодом роста, как самой инфляции, так и инфляционных ожиданий в мировой экономике в целом. Данная ситуация сложилась на фоне постепенного восстановления экономики после пандемии Covid-19, когда возможности восстановления выпуска темпами сравнимыми с темпами роста спроса не могли быть обеспечены, что и вело к росту цен. Данная тенденция была характерна как для развитых, так и для развивающихся стран – информация о динамике уровня инфляции по странам представлены на рисунках 2 и 3 соответственно.



**Рис. 2. Динамика инфляции в развитых экономиках, %\***

\* составлено автором на основе данных [2]

При этом видно, что с начала 2022 года отмечается еще больший рост инфляции, что во многом связано с последствиями введенных санкций в отношении России, которые также отразились на состоянии экономик недружественных стран, а ввиду значимой доли России на отдельных сырьевых и товарных рынках – на состоянии экономик и прочих стран тоже.



**Рис. 3. Динамика инфляции в развивающихся странах, %\***

\*составлено автором на основе данных [2]

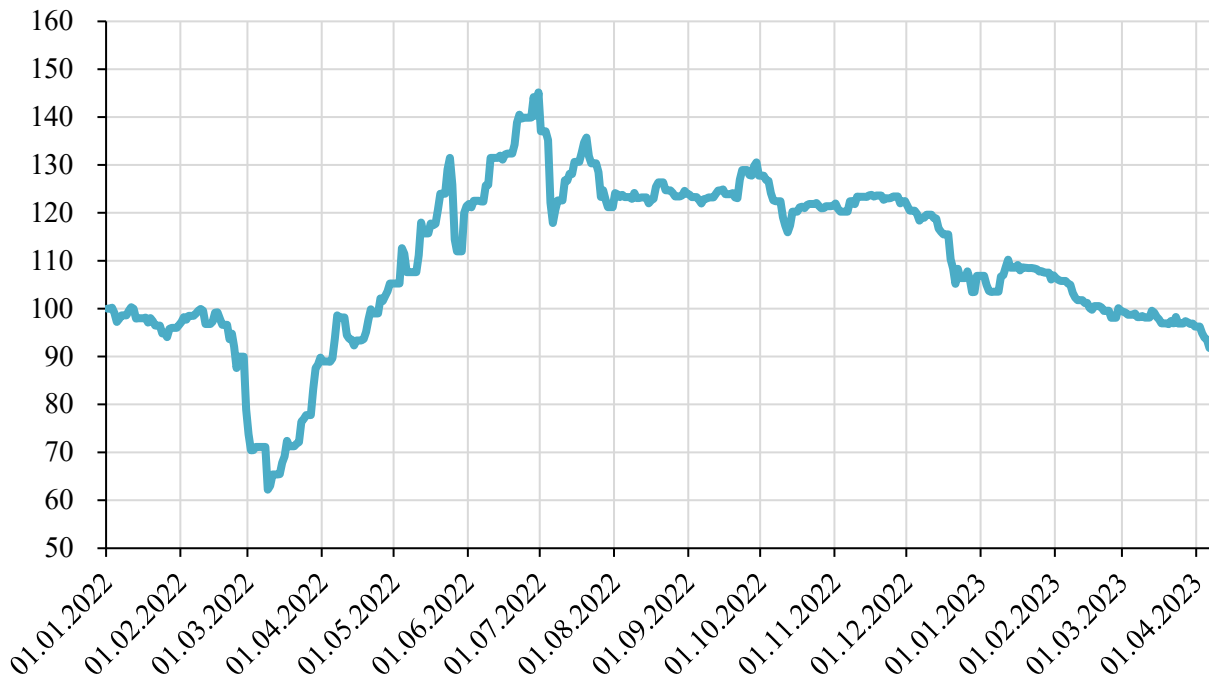
Таким образом, видя тенденции к накоплению проинфляционных факторов и рисков, Банк России в конце 2021 года и начале 2022 года осуществлял постепенное ужесточение денежно-кредитной политики, повысив ключевую ставку на 200 базовых пунктов до 9,5 % [3].

Как уже отмечалось, санкции на начальном этапе коснулись в первую очередь финансового сектора. Крупнейшие банки с государственным участием были отключены от системы трансграничных банковских платежей. Западные платежные системы остановили функционирование в Российской Федерации. Помимо этого, заморозке подверглись золотовалютные резервы, что наложило соответствующие ограничения на выплату долговых обязательств резидентам. Нефинансовый сектор столкнулся с запретами на импорт и экспорт, логистическими проблемами и существенным ростом издержек.

В конечном счете, описанные выше факторы вкупе с ростом волатильности на финансовом рынке и существенным падением биржевых индексов оказали влияние и на курс рубля, вызвав его значительное ослабление [4]. Динамика индекса номинального курса рубля к доллару США представлена на рисунке 4 (1 января 2022 года принимается равным 100). Из представленных данных видно, что наименьшее значение приходится на первую половину марта.

В дальнейшем в процессе введения мер, призванных стабилизировать курс и постепенной девальютации банковской системы («уровень валютизации активов и обязательств банковского сектора по итогам снизился до

минимальных значений за последние годы: 15% по состоянию на 01.10.2022 [5]») началось восстановление, а затем и укрепление курса рубля.



**Рис. 4. Динамика индекс номинального курса рубля доллару США\***

\*составлено автором на основе данных [2]

В условиях значительной неопределенности население испытывало проблемы с доверием финансовым институтам, банковский сектор столкнулся со значительным оттоком средств вкладчиков.

Все описанные выше факторы вкуче с ростом инфляционных ожиданий привели к усилению ажиотажного потребительского спроса. В данной ситуации компании, столкнувшиеся с валютными скачками, с ростом издержек (отмечался как рост производственных издержек, так и рост логистических издержек), активно повышали цены. В результате инфляция за март составила 7,6 %, что стало наибольшим месячным значением за последние два десятка лет [2].

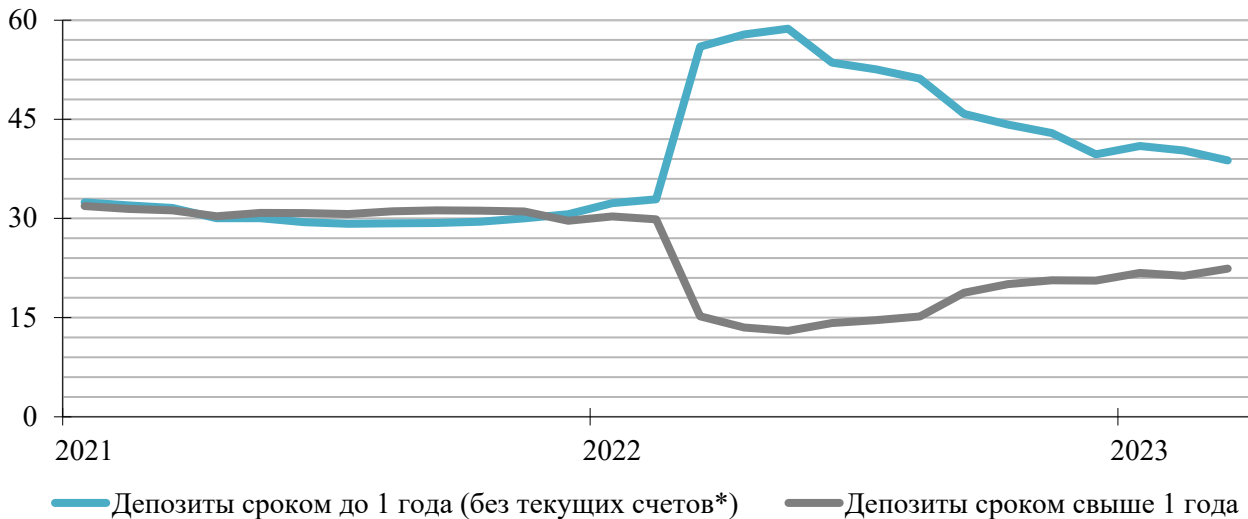
При этом наибольшие темпы роста цен были свойственны непродовольственным товарам – «годовой прирост цен на них достиг пика уже в марте и составил 20,3 %. Основной вклад внесли цены на товары длительного пользования, скачок которых стал результатом ослабления рубля и всплеска спроса. Годовые приросты цен на бытовую технику, электронику, автомобили достигли 19,7–42,1 %. Локальный максимум годовой продовольственной инфляции пришелся на апрель (20,5 %). Сильнее всего выросли цены на продукты питания длительного хранения и продовольственный импорт» [6].

В ответ на резкое ухудшение внешних условий и с целью преодоления периода повышенной волатильности, снижения уровня инфляции и ограничение оттока средств из банковской системы Банк России принял решение о повышении ключевой ставки до 20 %. Таким образом, ключевая ставка была

увеличена сразу на 11,5 п.п. Повышение ключевой ставки позволило стабилизировать инфляцию, сократить риски, а последовавший за этим рост депозитных ставок обеспечил банкам сохранение и привлечение дополнительных средств за счет рублевых сбережений населения и бизнеса.

Помимо этого, рост процентных ставок в российской банковской системе способствовал повышению привлекательности рубля, что оказало поддерживающее влияние на курс национальной валюты.

С другой стороны, в условиях неопределенности банки старались минимизировать свои будущие процентные расходы. Поэтому, не имея четкого понимания о длительности периода высоких процентных ставок, банки формировали в основном новые краткосрочные депозитные продукты. Ставки по долгосрочным вкладам были значительно ниже. Это привело к изменению структуры совокупного депозитного портфеля банковской системы в части переориентации банков на краткосрочные заимствования: так если доля краткосрочных депозитов на конец февраля 2022 года составляла 29,9 %, то на конец марта она выросла до 56 % депозитного портфеля (рисунок 5).



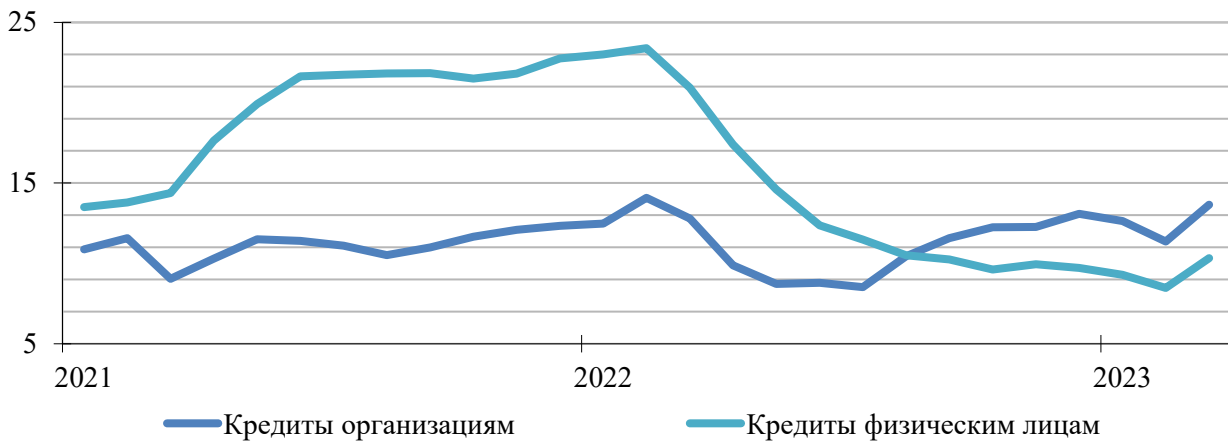
**Рис. 5. Структура розничного депозитного портфеля банков по срочности (за исключением текущих счетов), %\***

*\*составлено автором на основе данных [2]*

Несмотря на меры по стабилизации ресурсной базы от вкладчиков, банковская система все равно столкнулась с дефицитом ликвидности в конце февраля - начале марта 2022 года. Существовавшая на тот момент неопределенность и присутствующий отток ликвидности способствовали увеличению стоимости заемных средств для банков. С целью снижения стоимости заимствований на межбанковском рынке Банк России перешел к активному предоставлению ликвидности: проведению ежедневных аукционов «тонкой настройки», расширению состава активов, входящих в Ломбардный список и смягчению требований к ряду активов. Помимо этого, Банк России

использовал и другие инструменты улучшения ликвидности банков: в частности, были снижены нормативы обязательных резервов, что позволило банкам проявлять большую гибкость в управлении имеющимися ресурсами. Реализованный комплекс мер в совокупности с сохранением доверия экономических агентов к рублевым вкладам позволили предотвратить дефицит ликвидности и уже спустя месяц банковская система России вернулась к привычному профициту ликвидности.

В то же время выросла стоимость предоставляемых банком кредитных средств, что произошло на фоне роста стоимости привлекаемых средств и значительного увеличения всех видов рисков коммерческих банков, закладываемых в процентные ставки. Рост стоимости заемных средств в экономике в совокупности с существенной волатильностью привел к сокращению темпов роста кредитования [7]. Динамика годового прироста отдельных элементов кредитного портфеля банковской системы России представлена на рисунке 6.



**Рис. 6. Динамика годового прироста объема кредитования\***

*\*составлено автором на основе данных [2]*

В 2023 году, несмотря на определенное повышение процентных ставок, вызванное принятием банками моделей долгосрочного сохранения неопределенности, отмечается рост объемов кредитования, как в корпоративном, так и в розничном секторе [8].

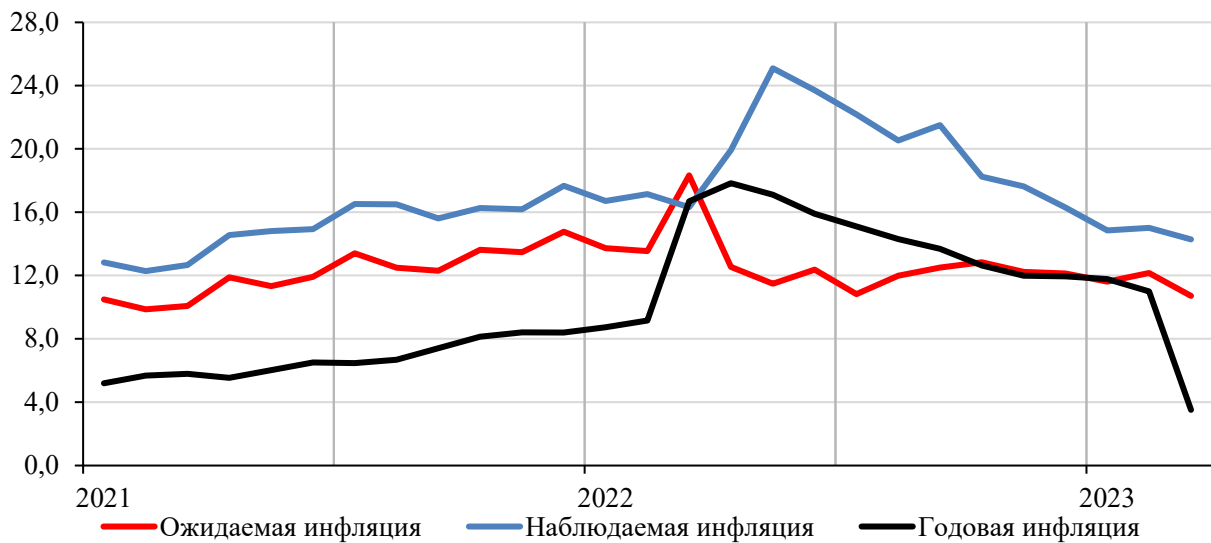
В дальнейшем, по мере адаптации экономики и стабилизации ситуации, ключевая ставка была поэтапно снижена, что повлекло уменьшение всех ставок на денежном рынке. По мере снижения ставок происходило естественное выравнивание и других параметров, например, увеличивалась доля долгосрочных депозитов, улучшались темпы корпоративного кредитования.

Сокращение ажиотажного спроса, снижение совокупного спроса на фоне роста стоимости заимствований, меры регулирования движения капитала, в т.ч. продажа валютной выручки, которая позволила сократить валютный вклад в рост уровня цен, привели к постепенной стабилизации инфляции и дальнейшему ее сокращению.

Снижение цен в экономике стало проявляться уже в мае 2022 года, основными факторами, определившими данную тенденцию помимо сокращения спроса, стали окрепший рубль, более осторожное потребление населения и активная реализация компаниями комплексов мер по трансформации производственных и логистических процессов. Свою роль сыграли и меры государственной поддержки, а также сезонное снижение цен на продовольственные товары.

Своего максимума годовая инфляция достигла в апреле (17,8 %), после чего темпы роста цен стали замедляться (представлены на рисунке 7). Наблюдаемая инфляция имела определенный временной лаг, так пик ее пришелся на май (25,1 %), затем последовало снижение.

Что касается ожидаемой инфляции, то своего максимума она достигла в мае, поднявшись до отметки в 18,3 %, после чего на фоне снижения курса рубля и активных мер Правительства и Банка России, активной информационной политики, разъясняющей решения Банка России, инфляционные ожидания населения стали сокращаться. Стоит отметить, что на протяжении всего периода наблюдаемая инфляция была выше, чем инфляционные ожидания, что говорит о снижении «напряженности».



**Рис. 7. Наблюдаемая и ожидаемая инфляция, %\***

*\*составлено автором на основе данных [2]*

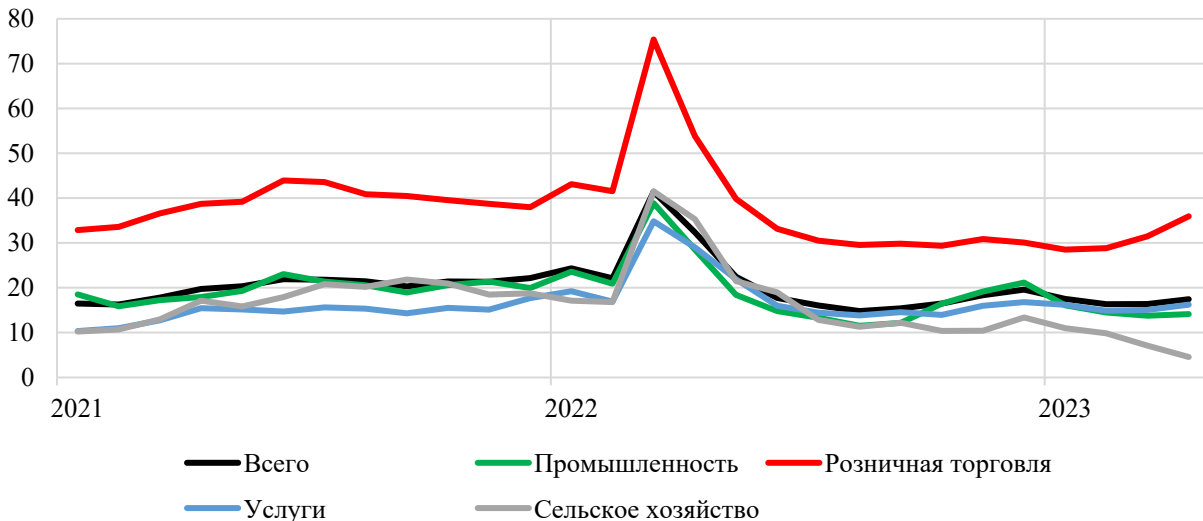
В феврале-апреле 2023 года инфляционные ожидания населения сократились, медианно они составляли 10,4 %. При этом наблюдаемая инфляция в апреле составила 14,9 %.

Ценовые ожидания компаний на тот момент находились на своих исторических максимумах [9]. Компании отмечали, что собираются повышать цены на производимую продукцию и товары в ближайшие три месяца. На конец первого квартала 2022 года основными причинами роста ценовых ожиданий



выступали также нарушенные логистические и производственные цепочки, стремительно сокращающиеся запасы, постоянно растущие издержки.

К числу факторов, которые способствовали стабилизации ценовых ожиданий, можно отнести имевшееся сокращение спроса и наличие понимания дальнейших сокращений в будущем, укрепление национальной валюты и снижение цен на топливо. «По оценкам руководителей предприятий, падение производства было более существенным, чем сокращение спроса» [9].



**Рис. 8. Ценовые ожидания предприятий (по видам деятельности)\***

*\*составлено автором на основе данных [2]*

Как видно, наибольшее ожидание роста цен на товары приходилось на розничную торговлю, несмотря на снижение в целом ценовых ожиданий, данная тенденция сохраняется и на текущий момент. При этом в 2023 году отмечается отраслевая неоднородность тенденций в ценовых ожиданиях компаний. Так снижение ценовых ожиданий отмечается в сельском хозяйстве, тогда как в розничной торговле вновь формируется тенденция к росту. Данный рост в основном вызван улучшением оценок предприятий по поводу основных параметров потребительского спроса.

### **Заключение**

Таким образом, проведенный анализ показал, что адаптивность денежно-кредитной политики и банковской системы в целом позволили гибко реагировать на негативные проявления введенных антироссийских санкций, минимизировать возникающие угрозы и сохранить стабильность финансовой системы. На основе осуществленного исследования можно сделать следующие выводы:

- своевременное принятие радикальных мер в первые недели «шоков» (в частности более чем двукратное увеличение ключевой ставки, остановка биржевых торгов, ограничение движения капитала, введение послаблений в части регуляторной нагрузки) позволили предотвратить существенные проявления негативных последствий от введенных санкций;

– буферы и адаптационные возможности, накопленные банковской системой ранее, а также активные меры Банка России позволили банкам оперативно приспособиться к произошедшим изменениям;

– ограничение совокупного спроса, вызванное повышением процентных ставок в экономике, позволило снизить уровень инфляции и сократить инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания компаний;

– по мере девальютизации банковского сектора происходит ослабление валютного канала денежно-кредитной политики ввиду снижения существенности влияния незначительной доли валютных активов;

– с учетом отмечающейся тенденции к росту процентных ставок по кредитам существует риск снижения кредитной активности в экономике, что особенно актуально в условиях последовательного сохранения ключевой ставки на одном уровне. С 16 сентября 2022 года она сохраняется на уровне 7,5 %. При этом согласно пресс-релизу решения о ключевой ставке от 9 июня 2023 года «в условиях постепенного увеличения текущего инфляционного давления Банк России допускает возможность повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях для стабилизации инфляции вблизи 4% в 2024 году и далее» [10]. В то же время необходимо отметить, что в текущих условиях повышение ключевой ставки и рост стоимости заемных средств в экономике приведут к ужесточению условий для восстановления экономической активности и реализации программ импортозамещения, развития отечественных производств и технологий, нуждающихся в дешевых деньгах.

В данной ситуации для финансового обеспечения структурной перестройки отечественной экономики и сохранения ценовой стабильности считаем необходимым развитие специализированных программ по целевому кредитованию приоритетных отраслей и производств по льготной ставке посредством внедрения Банком России соответствующих программ рефинансирования банков по ставке ниже ключевой. Внедрение данного механизма позволит предоставлять необходимое доступное финансирование в те сферы, где существует реальная потребность, и в то же время не будет создавать излишнее проинфляционное давление.

### **Список использованных источников:**

1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Content/Document/File/139691/on\\_2023\(2024-2025\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/139691/on_2023(2024-2025).pdf) (дата обращения: 02.06.2023).

2. Доклад о денежно-кредитной политике № 2 (42) [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43959/2023\\_02\\_ddcp.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43959/2023_02_ddcp.pdf) (дата обращения: 05.06.2023).

3. Доклад о денежно-кредитной политике № 2 (38) [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022\\_02\\_ddcp.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022_02_ddcp.pdf) (дата обращения: 04.06.2023).

4. Доклад о денежно-кредитной политике № 3 (39) [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42214/2022\\_03\\_ddcp.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/42214/2022_03_ddcp.pdf) (дата обращения: 04.06.2023).
5. Обзор финансовой стабильности № 2 (21) [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43512/2q\\_3q\\_2022.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43512/2q_3q_2022.pdf) (дата обращения: 04.06.2023).
6. Годовой отчет Банка России за 2022 год [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43872/ar\\_2022.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43872/ar_2022.pdf) (дата обращения: 07.06.2023).
7. О развитии банковского сектора Российской Федерации в апреле 2022 года [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/41015/razv\\_bs\\_22\\_04.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/41015/razv_bs_22_04.pdf) (дата обращения: 07.06.2023).
8. О развитии банковского сектора Российской Федерации в апреле 2023 года [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/44020/razv\\_bs\\_23\\_04.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/44020/razv_bs_23_04.pdf) (дата обращения: 08.06.2023).
9. Инфляционные ожидания и потребительские настроения № 4 (64) апрель 2022 года [Электронный ресурс]. URL:[http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40950/Infl\\_exp\\_22-04.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40950/Infl_exp_22-04.pdf) (дата обращения: 08.06.2023).
10. Решения по денежно-кредитной политике [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/press/pr/?file=09062023\\_133024Key.htm](https://cbr.ru/press/pr/?file=09062023_133024Key.htm) (дата обращения: 09.06.2023).
11. Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики № 5 (11) май 2023 года [Электронный ресурс]. URL:[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/45057/DKU\\_2305-11.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/45057/DKU_2305-11.pdf) (дата обращения: 05.06.2023).

#### Сведения об авторах / Information about the authors:

**Назаренко Владислав Сергеевич** – старший преподаватель кафедры «Экономика и финансы» Липецкого филиала ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ». E-mail: [vs\\_nazarenko@mail.ru](mailto:vs_nazarenko@mail.ru) / **Nazarenko Vladislav Sergeevich** – Senior Lecturer of the Department of «Economics and Finance» of the Lipetsk branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation, e-mail: [vs\\_nazarenko@mail.ru](mailto:vs_nazarenko@mail.ru)  
SPIN РИИЦ: 4860-6530  
ORCID 0000-0002-0961-0759

Дата поступления статьи: 30.05.2023  
Принято решение о публикации: 30.06.2023

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.