

УДК 336.711

DOI:10.24412/2782-4845-2024-11-20-30

**ОСОБЕННОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МОНЕТАРНОГО СУВЕРЕНИТЕТА**

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

***Аннотация.** Поводом для написания статьи стали решения российских монетарных властей в части антиинфляционного регулирования, с неоднозначными результатами и проблемным потенциалом, вызывающие споры в научном сообществе. Это поставило вопрос о рассмотрении механизмов монетарного регулирования отечественной экономики в условиях существенных внешних и внутренних ограничений и основ так называемой Современной денежной теории (Modern Monetary Theory, ММТ). Основываясь на концепции монетарного суверенитета, элементы которого есть в российской конструкции экономической системы, рассматриваются возможности их использования для повышения эффективности функционирования российской экономики. Данная статья будет интересна специалистам в финансово-кредитной сфере, студентам и аспирантам экономических направлений, а также широкому кругу читателей, которые интересуются особенностями функционирования трансмиссионного механизма в России.*

***Ключевые слова:** инфляционное таргетирование, ключевая ставка, Modern Money Theory, современная денежная теория, монетарный суверенитет, проинфляционные факторы*

**Для цитирования:** Спесивцев В.А. Особенности денежно-кредитной политики в условиях использования монетарного суверенитета // ЭФО. Экономика. Финансы. Общество. 2024. №3(11). С. 20-30. DOI:10.24412/2782-4845-2024-11-20-30

**PECULIARITIES OF MONETARY POLICY IN THE CONTEXT OF THE USE OF MONETARY SOVEREIGNTY**

**V.A. Spesivtsev**, Lipetsk Branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Lipetsk, Russia

***Annotation.** The reason for writing the article was the decisions of the Russian monetary authorities regarding anti-inflationary regulation, with mixed results and problematic potential and controversial in the scientific community. This raised the question of considering the mechanisms of monetary regulation of the domestic economy in the context of significant external and internal restrictions and the foundations of the so-called Modern Monetary Theory (MMT). Based on the concept of monetary sovereignty, the elements of which are in the Russian design of the economic system, the possibilities of using them to increase the efficiency of the functioning of the Russian economy are being considered. This article will be of interest to specialists in the financial and credit sphere, students and graduate students of economic areas, as well as a wide range of readers who are interested in the peculiarities of the functioning of the transmission mechanism in Russia.*

**Keywords:** *nflation targeting, key rate, Modern Money Theory, Modern Money Theory, monetary sovereignty, proinflationary factors*

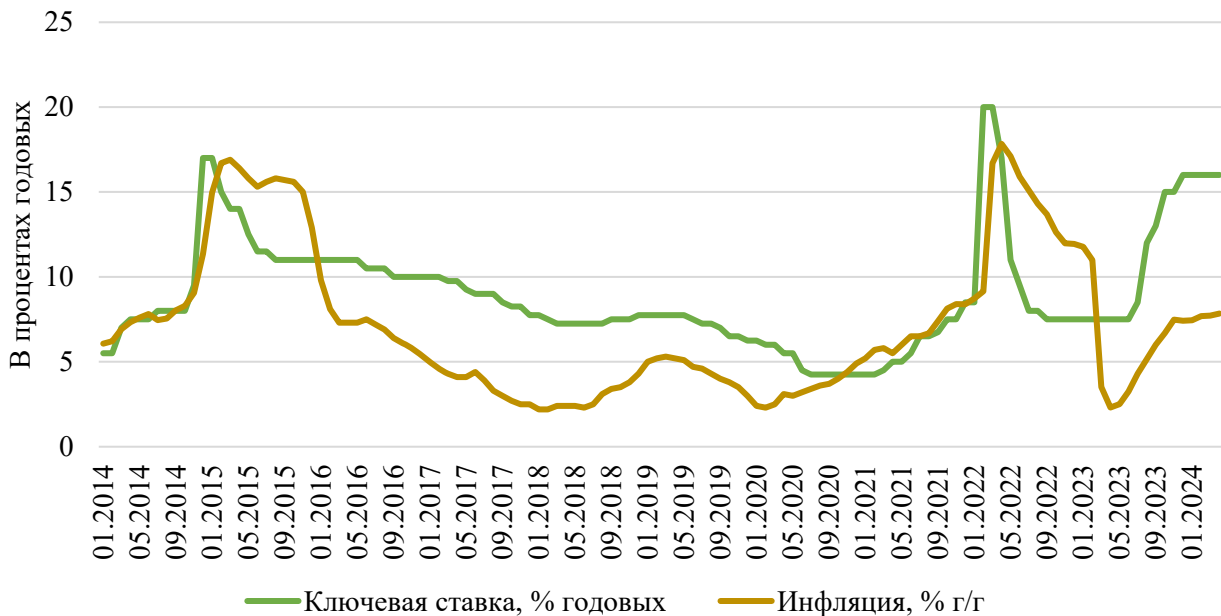
### **Введение**

Согласно утверждению Банка России, денежно-кредитная политика представляет собой «часть государственной экономической политики, направленной на повышение благосостояния российских граждан». Она является очень мощным и в то же время неоднозначным набором инструментов регулирования экономики. При ее применении в условиях кризисной ситуации в стране можно добиться заметных улучшений (при грамотном использовании ее инструментов), однако существует вероятность и обратного исхода, а именно еще более негативных изменений в экономике.

Для снижения возможности возникновения отклонений в темпах роста экономики от допустимых значений прогресса важно создавать условия для координации денежно-кредитной политики с прочими направлениями экономической политики, в особенности с бюджетной, чтобы уменьшить инфляционное давление по бюджетному каналу.

### **Основная часть**

Современная денежно-кредитная политика реализуется на основе достижения баланса между стабильностью и поддержанием конкурентоспособности в экономике. Для выполнения этого условия Банк России использует определенные Законом о Банке России инструменты и методы, воздействующие на макроэкономические параметры.



**Рис. 1. Динамика ключевой ставки и инфляции в Российской Федерации\***

\*составлено автором по данным [2]

Банк России в рамках стратегии таргетирования инфляции оказывает влияние на экономическую активность и динамику цен в основном через канал процентных ставок.

Главным инструментом, который выделяет и которым пользуется Банк России при реализации денежно-кредитной политики через канал процентных ставок, является ключевая ставка. С ее помощью регулятор формирует условия монетарной политики, обеспечивающие поддержание инфляции в стране на необходимом уровне.

Ключевая ставка воздействует на широкий перечень макроэкономических показателей, посредством чего регулятору удается воздействовать на ценовую и финансовую стабильность. Динамика ключевой ставки Банка России в сравнении с темпами инфляции как основной цели денежно-кредитной политики показана на рисунке 1.

Как видно по данным рисунка 1, переход к режиму инфляционного таргетирования в 2015 г. в России повлек значительный рост инфляции почти до 17% в годовом исчислении. Инфляционное давление в 2014-2015 гг. было вызвано рядом политических и экономических причин, среди которых наиболее значимыми являются экономические санкции со стороны западных государств, снижение мировых цен на нефть, снижение доверия к российской экономике. Однако главным драйвером резкого роста цен в России в январе-феврале 2015 г. стало введение режима плавающего валютного курса. Применение данного режима соответствует практике инфляционного таргетирования в других странах. На фоне ослабления рубля произошел рост цен на импортную продукцию, а также росли инфляционные ожидания населения и бизнеса. Поэтому Банк России принял решение в сторону ужесточения процентной политики и поднял ключевую ставку до 17%.

Аналогично в феврале-марте 2022 г. на фоне геополитической нестабильности наблюдался спад доверия к российской экономике и финансовой системе, возросли инфляционные ожидания и упал курс российского рубля. Все это способствовало росту потребительских цен, для подавления которого Банк России поднял ключевую ставку до исторического максимума в 20%.

Снижение ключевой ставки происходило по мере стабилизации экономики и снижения инфляционного давления и достигло 7,5%.

Новое повышение ключевой ставки в 2023-2024 году до 16-18% так же было связано с ослаблением курса национальной валюты и стремлением регулятора воздействовать на экономическую активность.

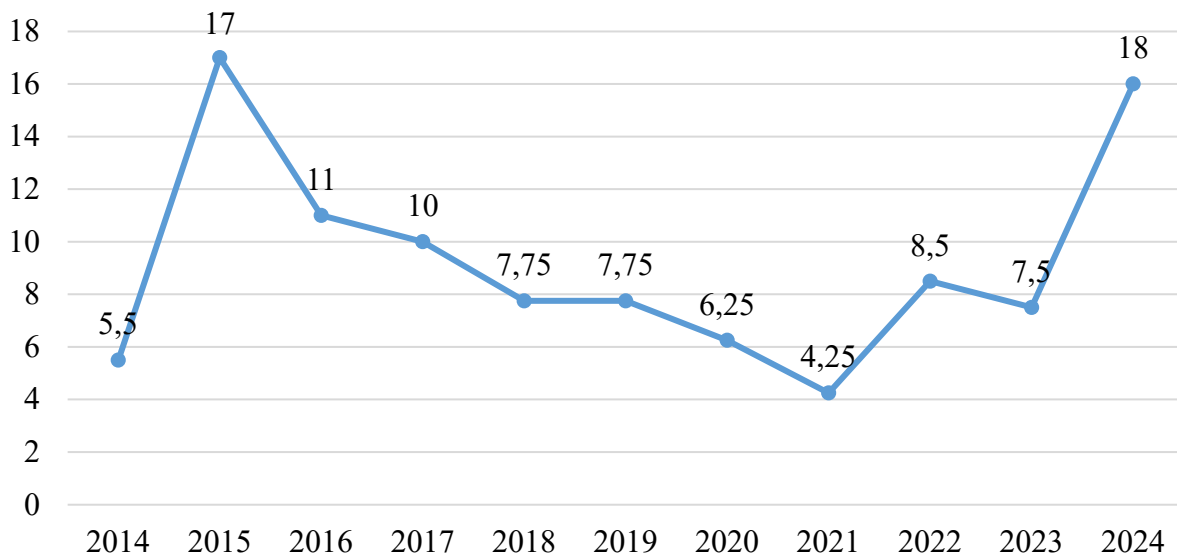
Механизм воздействия ключевой ставки на ценовую и финансовую стабильность схож. Повышение ключевой ставки влечет удорожание стоимости рефинансирования Банка России. Соответственно, ставки денежного рынка растут, кредитным организациям становится сложнее обслуживать долг на рынке межбанковского кредитования. Для решения данной проблемы банки поднимают ставки по кредитам (обычно до уровня выше ключевой ставки), чтобы получить возможность заработать процентных доход от размещения средств. Параллельно с этим кредитные организации становятся заинтересованными в привлечении более дешевой ликвидности, чем на рынке межбанковского кредитования. Поэтому банки поднимают ставки по депозитам

(обычно до уровня ниже ключевой ставки), чтобы мотивировать население и бизнес вкладывать денежные средства. Так как ставки по депозитам обычно ниже, чем ставки денежного рынка, коммерческие банки получают более высокую процентную маржу от размещения депозитных средств. Аналогично растет и доходность облигаций как инструмента долгового финансирования.

В рамках выбранной политики инфляционного таргетирования Банк России старается достигнуть размера ключевой ставки в пределах 4%, однако за период с 2014 по 2024 года ему это удалось достичь только один раз – в 2021 году, когда ставка была равна 4,25% (рисунок 2).

Стремление Банка России придерживаться определенного уровня ключевой ставки объясняется возможными негативными последствиями как в случае слишком высокой, так и слишком низкой процентной ставки. Попытка регулятора исправить положение с ростом инфляции происходит за счет увеличения ключевой ставки, что несет за собой следующие негативные последствия:

- высокие ставки по кредитам;
- высокие ставки по банковским депозитам;
- замедление экономики и производства;
- снижение покупательной способности.



**Рис. 2. Динамика изменения ключевой ставки Банком России с 2014 по 2024 гг., %\***

\*составлено автором по данным [2]

Поддержание низкой инфляции – это обеспечение ценовой стабильности, которая позволяет:

- уменьшить инфляционную премию, которую банки включают в процентные ставки, это помогает увеличить доступность заемного финансирования для компаний;
- облегчить бизнесу финансовое планирование;
- повысить доверие к национальной валюте.

Таким образом, можно проследить связь между изменениями ключевой ставки и изменениями сбережений, инвестиций и кредитной активности как населения, так и бизнеса, что влияет на внутренний спрос.

Становится очевидным, что в России сейчас в условиях ужесточения экономических санкций происходит переход к использованию элементов «неортодоксальной экономической политики», выражающейся в использовании монетарного финансирования бюджета. Ограничения на отток капитала, финансирование расходов бюджета из Фонда национального благосостояния без использования операций по продаже валюты, выкуп крупными банками основной части выпуска новых ОФЗ по существу являются российским вариантом «количественного смягчения». Очевидно, что активное использование таких возможностей требует определённой корректировки концепций регулирования в денежной и финансовой сфере от Банка России и Минфина РФ. Еще в 2022 году многие западные экономические эксперты предполагали, что экономические власти Российской Федерации начнут извлекать возможности монетарного суверенитета, который страна имеет, но который не использовала до этого. Казалось бы, государственный капитализм предполагает определённую свободу действий в большем регулировании экономической активности, но экономические власти и особенно монетарные (Банк России) придерживались крайне консервативного подхода. С одной стороны, использовалась высокая бюджетная дисциплина в части размеров дефицита бюджета и стерилизация излишков нефтегазовых доходов в ФНБ, с другой стороны, денежная политика Банка России была направлена на ограничение спроса через динамику частного кредита. В результате у российских финансово-кредитных регуляторов доминирует концепция преимущества для бюджета относительно слабого курса национальной валюты.

Таким образом, можно констатировать, что основой текущей базовой экономической стратегии является комбинация бюджетного правила, в котором одновременно совмещены фискальная политика, управление торговым балансом и валютным курсом и инфляционное таргетирование.

Концепция неортодоксальной экономической политики, элементы которой видны в некоторых действиях российских экономических властей, на Западе получила название Modern Money Theory (ММТ) или Современная Денежная Теория.

Modern Money Theory (ММТ) или по-русски Современная Денежная Теория (СДТ) представляет собой комплекс экономических идей, объединяющих элементы кейнсианства и смежных направлений с хартальной (государственной) теорией денег, в соответствии с которой ценность денег определяется их количеством в обращении, которое регулируется и поддерживается государством. Исходя из ММТ деньги — это исключительно «цифра на мониторе», балансовый показатель к которому можно добавить любое количество нулей. Так как государственные расходы и деловая активность (посредством частного кредитования) являются главными стимуляторами

совокупного спроса, в современных условиях необходимо применять стимулирующую бюджетную политику для поддержания на рынке труда полной занятости и сглаживания сильных колебаний в экономических циклах. Причём, многие её постулаты использовались в антикризисной политике 2020–2021 годов в большинстве развитых стран.

Основная идея ММТ (СДТ) - изменение парадигмы в макроэкономической политике с бюджетных ограничений (размер дефицита, госдолг) на реальные ограничения, связанные с риском инфляции.

Сейчас основные источники инфляции находятся за пределами досягаемости денежно-кредитной политики. ММТ(СДТ) утверждает, что в большинстве случаев источники инфляции находятся не в юрисдикции центрального банка, а в юрисдикции финансовых органов, правительства и парламента. У них есть возможность тратить стратегические инвестиции для наращивания потенциала экономики, но также есть возможность дополнительного налогообложения и регулирования рыночной власти на отдельных рынках.

Активная роль бюджетной политики заключается не в том, что бюджетное регулирование должно доминировать, а в том, что вместо идеи буфера безработицы, который создает ЦБ политикой высоких ставок, лучше использовать автоматический стабилизатор как автоматические госрасходы на гарантированную занятость с минимальной оплатой труда. Кроме того, современная практика финансово-кредитного регулирования показывает, что бюджетная и монетарная политика имеют противоположное воздействие на финансовую позицию частного сектора. При этом мягкая бюджетная политика снижает финансовый рычаг, а мягкая монетарная — увеличивает финансовый рычаг, приводит к накоплению финансовых рисков и нестабильности. При этом увеличение бюджетных расходов без риска развития неконтролируемой инфляции определяется потенциалом, который зависит от таких факторов, как:

- недостаток производственных мощностей, включая проблемы с логистикой, цепями поставок, доступом к сырью или доступностью рабочей силы, что актуально сейчас везде;
- злоупотребление рыночной властью и поведение ключевых игроков в ценообразовании, что актуально на отдельных рынках (фармацевтика, спекулянты на рынке недвижимости).

Использование инструментов ММТ(СДТ) возможно только при наличии монетарного суверенитета. Его признаки: госмонополия на выпуск денег, плавающий валютный курс, невысокий уровень внешнего долга. Также необходимо соответствие ещё двум требованиям. Во-первых, эндогенность денежной системы. Во-вторых, не должно происходить вытеснение частных инвестиций госрасходами. При этом размер дефицита может выходить за рамки 3% ВВП, так как задача бюджетной политики сводится к регулированию, а не балансированию.

Ключевым признаком суверенитета является наличие собственной валюты и выпуск долга исключительно в ней, включая комбинацию способности выдерживать, избегать и противостоять значительному ослаблению национальной валюты без разворота в бюджетной или монетарной политике. При этом:

- выдерживать могут страны с резервными валютами со свободно плавающими курсами или страны с управляемыми или фиксированными курсами, которые целенаправленно двигаются к независимости от ключевых торгуемых товаров (энергии, продуктов питания, товаров с высокой добавленной стоимостью);
- избегать слабого курса можно за счёт постоянного притока валюты по торговому балансу, но не с целью создания больших международных резервов, а именно для обеспечения потребности экономики, её резидентов в сбережениях в более надежных валютах;
- противостоять ослаблению курса можно путем введения контроля за потоками капитала, макропруденциальными мерами, получением гарантий на свопы/РЕПО с Центральных банков резервных валют.

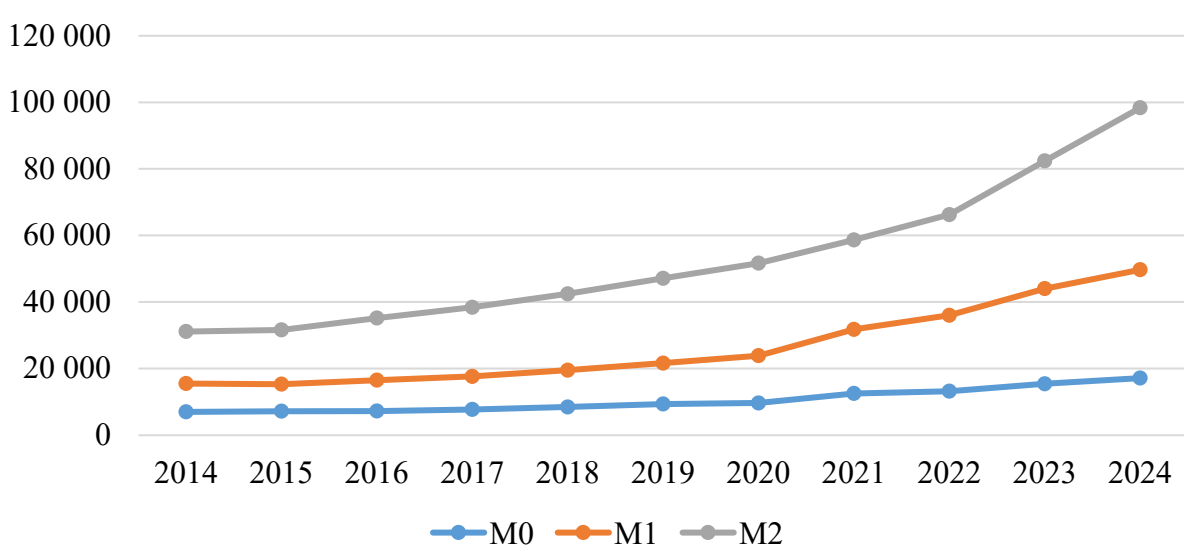
Российская Федерация, несмотря на открытую военно-политическую конфронтацию с Западом, по существу, пока продолжает поддерживать ограничения в бюджетных и денежно-кредитных решениях. Если политически она действует как суверенный игрок, в финансово-экономической сфере суверенитет практически не использует. Если российские власти решатся на отказ от экономической ортодоксии и начнут более активно применять программы стимулирования в соответствии с принципами Современной Денежной Теории, это повысит управляемость экономики и её устойчивость.

Сейчас уже очевидно, что прежняя экономическая стратегия начинает ограничивать импульс экономического развития, начавшийся в 2023 году. Основная проблема заключается в рассогласованности эффектов бюджетного импульса и эффекта от инфляционного таргетирования. Начинает формироваться самовоспроизводящаяся траектория поддержания проинфляционного воздействия растущей ключевой ставки на уровень инфляции. И это при том, что в 2020-2021 г. Банк России удерживал ключевую ставку на уровне исторического минимума в 4,25% даже по мере роста инфляции свыше 5% в начале 2021 г. Это было связано с необходимостью стимулирования деловой активности в период действующих ограничений на фоне пандемии коронавирусной инфекции.

Анализируя динамику роста денежной массы как индикации состояния денежной сферы Российской Федерации, можно отметить, что в настоящее время объем агрегатора M2 (широкой денежной массы), который в краткосрочном периоде оказывает воздействие на инфляцию, постоянно и значительно увеличивается (рисунок 3).

Такие процессы будут подталкивать денежные власти на дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики, а финансовые власти на расширение

объёмов заимствований, обслуживание которых будет становиться всё дороже.



**Рис. 3. Динамика объемов денежных агрегатов за период 2014–2024 гг., млрд. руб.\***

\*составлено автором по данным [6]

Следует вспомнить, что в первое десятилетие нулевых ставка рефинансирования колебалась около 13–14% годовых, при этом среднегодовые темпы экономического роста были около 7%. Адаптивность восприятия российскими экономическими агентами уровня инфляции в начале двухзначных чисел позволяет денежным властям спокойно относиться к проинфляционным трендам. На наш взгляд, более важна предсказуемость динамики инфляционных процессов.

По данным Банка России сейчас ожидаемая населением инфляция равна 16% и при этом она не может повыситься существенно выше из-за установленной в этом году достаточно высокой ключевой ставки (сначала 16%, а потом и 18%). В этих пределах инфляция воспринимается как некий фон при принятии экономических решений.

На этом фоне излишняя активность и упорство Банка России в борьбе с инфляцией (прогноз по возможному росту ключевой ставки до 20%) выглядят избыточными. Очевидно, что следование ортодоксальным парадигмам монетаристской направленности в условиях множества введённых российскими экономическими властями ограничений и регуляторных действий, ограничивающих рыночные механизмы, не вполне оправдан. Что и видно из низкой результативности использования процентного механизма в воздействии на инфляционные процессы.

Основные усилия, очевидно, надо сосредоточить в сфере регулирования ценообразования естественных монополий и активного регулирования валютного курса, добиваясь укрепления национальной валюты и удешевления импорта.



Возможности образования дефицита при замораживании цен на некоторые товарные группы (прежде всего топливно-энергетические) выглядят прозрачными, поскольку на этих рынках наблюдается перепроизводство. Что касается продуктового сектора, то очевидно, что он остался рыночным, поэтому не требует особенного регулирования и не является определяющим среди проинфляционных факторов.

### **Заключение**

Таким образом, можно отметить, что в мире происходит смена парадигмы конструкции государственного регулирования экономических процессов. Старая идея таргетирования инфляции с помощью исключительно операций центрального банка уходит в прошлое. Основная идея в ключевых Центральном банке заключается в медленном перестраивании политики, потому что временная инфляция имеет тенденцию заканчиваться с течением времени, а в фискальных органах сохраняется представление, что старыми монетарными методами можно снизить риск инфляции. При этом регуляторы признают, что чувствительность экономики к изменениям ключевой (учётной ставки) снижается. Modern Money Theory (ММТ) или по-русски Современная Денежная Теория (СДТ) предлагает другой способ оценки фактических источников инфляции и механизмов воздействия на них. Цель данного исследования состояла в том, чтобы оценить приемлемость и возможность использования концепции ММТ(СДТ) в изменении государственного регулирования российской экономики. В качестве научной новизны позиционируется вывод о крайней необходимости внедрения инструментария неортодоксального экономического регулирования, основанного на концепции Современной денежной теории и монетарного суверенитета, с целью повышения эффективности функционирования отечественной экономики.

Повышенное внимание к этому вопросу обусловлено тем, что современная российская денежно-кредитная политика выглядит излишне ортодоксальной и недостаточно эффективной. В результате её последствия мультиплицируются в снижение чувствительности экономических процессов к изменению основных механизмов регулирования со стороны денежных властей. Новые условия функционирования российской экономики с дополнительными внешними и внутренними ограничениями и усилением государственного регулирования, снижающими её рыночный характер, требуют новых более гибких подходов в этой деятельности. Переход к использованию преимущественно бюджетных инструментов регулирования и более активному взаимодействию Банка России и Правительства в целях снижения инфляционных рисков, будет способствовать более устойчивому состоянию отечественной экономике.

### **Список использованных источников:**

1. Афанасьева, О.Н., Влияние денежно-кредитной политики на экономическое развитие: монография / О.Н. Афанасьева. — Москва: Русайнс, 2021. — 150 с. — ISBN 978-5-4365-5609-3.

2. Ключевая ставка Банка России и инфляция. Банк России: официальный сайт. URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/inf/](https://cbr.ru/hd_base/inf/) (дата обращения: 05.06.2024).
3. Грищенко В., Остапенко В., Ткачёв В. Современная денежная теория ММТ новая парадигма или набор рекомендаций для макроэкономической политики? // Экономическая политика- 2021.- Т. 16.- № 3.- С. 8–43
4. Курганский С.А. Каналы трансмиссионного механизма монетарной политики / С.А. Курганский. — DOI: 10.17150/2411-6262.2020.11(4).9 // Baikal Research Journal. — 2020. — Т. 11, № 4.
5. Перстенева, Н. П. Анализ динамики ключевой ставки банка России как основного инструмента денежно-кредитной политики / Н. П. Перстенева, А. С. Карповец, А. О. Быкова // Экономика и предпринимательство. – 2024. – № 1(162). – С. 135-139.
6. Денежные агрегаты – оценка Официальный сайт. Электронный ресурс: [https://cbr.ru/statistics/macro\\_itm/dkfs/sr\\_ma\\_estim/](https://cbr.ru/statistics/macro_itm/dkfs/sr_ma_estim/)
7. Растеряева, Т. В. Совершенствование денежно-кредитной политики в условиях неопределенности рыночной экономики / Т. В. Растеряева, И. А. Новичихина // Финансовая жизнь. – 2022. – № 2. – С. 107-111.
8. Новичихина // Финансовая жизнь. – 2022. – № 2. – С. 107-111.
9. Современная теория и проблемы развития финансовых рынков и банков: монография /под общ. ред. И.Е. Шакер, Коллектив авторов. — Москва: КноРус, 2023. — 338 с. — ISBN 978-5-406-12078-1.
10. Шульга В.И. Роль макропруденциального буфера капитала и обязательных резервов в обеспечении финансовой стабильности РФ // Экономика и предпринимательство. – 2023. – № 5 (154). – С. 278-281.
11. Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (Информационно-аналитический комментарий Банка России от 11 марта 2024 года) Электронный ресурс: <https://investfunds.ru/analytics/347114/download/>
12. Оценка заякоренности инфляционных ожиданий для России: Аналитическая записка / В. Грищенко, О. Кадрева, А. Поршаков, Д. Чернядьев; Банк России. М., 2022. С.5–URL: [https://cbr.ru/content/document/file/139272/analytic\\_note\\_20220728\\_dip.pdf](https://cbr.ru/content/document/file/139272/analytic_note_20220728_dip.pdf)
13. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов: краткое содержание / Банк России. М., 2023. С.5. – URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/156000/on\\_Brochure\\_2024\(2025-2026\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/156000/on_Brochure_2024(2025-2026).pdf)
14. Денежно-кредитная политика (Электронный ресурс) URL: <https://www.cbr.ru/dkp/> <https://cbr.ru/dkp/analytic/>

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

*Спесивцев Валерий Анатольевич* – доцент кафедры «Экономика и финансы» Липецкого филиала ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ», к.э.н., доцент. E-mail: #VASpesivtsev@fa.ru/ *Valery Anatolyevich Spesivtsev* – associate professor of the Department of Economics and Finance of the Lipetsk branch of the Federal State Budgetary Educational

*Institution of Higher Education "Financial University under the Government of the Russian Federation", Ph.D., associate professor. E-mail: #VASpesivtsev@fa.ru*

Дата поступления статьи: 20.08.2024

Принято решение о публикации: 11.09.2024

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.  
Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.