

УДК 336.74

***ИССЛЕДОВАНИЕ ПРОВОДИМОСТИ ТРАНСМИССИОННОГО
МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ В
УСЛОВИЯХ ПОЛИТИЧЕСКОЙ И ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
НЕСТАБИЛЬНОСТИ***

Маркина Я.М.¹

студент

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

Москва, Россия

Аннотация

В статье анализируется влияние политической и экономической нестабильности 2022–2025 годов на проводимость каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России. Выявлено, что санкции, льготные кредитные программы и бюджетная экспансия создают эффект зашумления, искажающий монетарные сигналы и снижающий эффективность традиционных каналов. На основе сравнительного анализа циклов ужесточения денежно-кредитной политики предложены меры по модернизации трансмиссионного механизма, включая внедрение гибридного процентного канала и создание инфраструктуры для «длинных денег», что способствует адаптации денежно-кредитной политики к новым экономическим реалиям

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, трансмиссионный механизм, Банк России, ключевая ставка, инфляция, экономическая нестабильность, монетарное регулирование.

¹ Научный руководитель: к.э.н., старший преподаватель Зеленева Елена Сергеевна, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

***STUDY OF THE CONDUCTIVITY OF THE TRANSMISSION MECHANISM
OF THE MONETARY POLICY OF THE BANK OF RUSSIA IN CONDITIONS
OF POLITICAL AND ECONOMIC INSTABILITY***

Markina Y.M.

student

Financial University under the Government of the Russian Federation

Moscow, Russia

Annotation

The article analyzes the impact of the political and economic instability of 2022-2025 on the conductivity of the channels of the transmission mechanism of the monetary policy of the Bank of Russia. It has been revealed that sanctions, preferential credit programs and budget expansion create a noise effect that distorts monetary signals and reduces the effectiveness of traditional channels. Based on a comparative analysis of the tightening cycles of the monetary policy, measures are proposed to modernize the transmission mechanism, including the introduction of a hybrid interest rate channel and the creation of an infrastructure for "long money", which contributes to the adaptation of monetary policy to new economic realities.

Keywords: monetary policy, transmission mechanism, Bank of Russia, key rate, inflation, economic instability, monetary regulation.

Введение

Актуальность темы исследования обусловлена глубокими структурными сдвигами, которые переживает российская экономика в период с 2022 по 2025 годы. Кардинальное изменение внешних условий, включая введение масштабных санкций и разрыв традиционных международных хозяйственных связей, создало принципиально новый контекст для проведения денежно-кредитной политики (далее – ДКП). В этих условиях трансмиссионный механизм

— сложная система каналов, через которые решения Банка России передаются на все уровни экономики, — подвергся существенной деформации.

Такие факторы, как активная бюджетная экспансия, массовое распространение льготных кредитных программ и усиление сегментации финансовых рынков, создают мощный «шум», который искажает и ослабляет передачу монетарных сигналов [1]. Это ставит перед регулятором и научным сообществом комплекс сложных вопросов, касающихся не только оперативной эффективности существующих инструментов, но и стратегических приоритетов ДКП в долгосрочной перспективе.

В современной научной дискуссии прослеживается два основных подхода. С одной стороны, Банк России в своих аналитических материалах признает ослабление классических каналов трансмиссии, но подтверждает, что жесткая денежно-кредитная политика остается действенным инструментом, хотя и требующим более высоких ставок и большего времени для достижения целевых показателей инфляции [1]. С другой стороны, ряд исследователей, таких как А.В. Лисица и Д.В. Чувиллин указывают на ограниченность модели, ориентированной исключительно на краткосрочное таргетирование инфляции, в ущерб долгосрочным целям экономического роста и структурной трансформации [2].

Целью данной работы является анализ того, как политическая и экономическая нестабильность влияет на проводимость ключевых каналов трансмиссионного механизма ДКП Банка России, и оценка последствий этого воздействия для общей эффективности монетарного регулирования. Достижение этой цели позволит сформулировать научно обоснованные предложения по адаптации механизма передачи монетарных сигналов к новым экономическим реалиям.

Цель и инструменты денежно-кредитной политики Банка России

Основополагающей целью денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России является обеспечение ценовой стабильности. Достижение этой макроэкономической цели создает предсказуемые условия для жизни населения

и ведения бизнеса: защищает сбережения, облегчает долгосрочное планирование и способствует формированию благоприятной инвестиционной среды.

Главным, но не единственным, инструментом регулятора выступает ключевая ставка. Ее изменение служит сигналом для всей финансовой системы, влияя в конечном счете на стоимость кредитов и депозитов, динамику цен на активы и валютный курс. Эти переменные, в свою очередь, воздействуют на потребительское и инвестиционное поведение домохозяйств и компаний, регулируя совокупный спрос и уровень инфляции.

Для реализации своей политики Банк России использует широкий арсенал инструментов:

1. Резервные требования: Регулирование нормы обязательных резервов позволяет контролировать объем свободных средств у коммерческих банков и, следовательно, их кредитный потенциал.

2. Операции на открытом рынке: Покупка и продажа государственных ценных бумаг обеспечивает прямое управление ликвидностью банковского сектора.

3. Валютные интервенции: Совершение сделок с иностранной валютой направлено на сглаживание резких колебаний курса рубля.

4. Прочие инструменты: в эту группу входят операции рефинансирования, выпуск собственных облигаций ЦБ.

Совокупность взаимосвязей, через которую решения Центрального банка транслируются в реальные экономические показатели, формирует трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, чья структура и функционирование детально рассматриваются далее.

Передача монетарного импульса от ключевой ставки к реальному сектору экономики представляет собой многоэтапный процесс. На первом этапе изменение ключевой ставки оказывает непосредственное влияние на краткосрочные процентные ставки денежного рынка, в особенности на ставки рынка межбанковского кредитования (МБК). Банки выстраивают свои операции,

ориентируясь на доходность размещения средств в Банке России и стоимость привлечения ресурсов от него, что удерживает однодневные ставки вблизи ключевой.

На основе текущих значений и, что не менее важно, ожиданий будущей динамики ключевой ставки формируются процентные ставки на более долгосрочные периоды. Участники рынка, выбирая между размещением средств на денежном рынке и инвестированием в облигации, способствуют выравниванию доходности этих инструментов. Таким образом, сигнал от ключевой ставки последовательно передается на рынок долговых обязательств.

Процентный канал

Процентный канал считается основным в трансмиссионном механизме Банка России. Его работа основана на воздействии процентных ставок на экономические решения агентов. Рост ставок делает кредиты менее доступными для финансирования потребления и инвестиций, одновременно повышая привлекательность сбережений. Это приводит к сокращению совокупного спроса и оказывает понижающее давление на инфляцию. Снижение ставок, напротив, стимулирует кредитную активность и склонность к потреблению, способствуя росту экономической активности [7].

Канал благосостояния

Данный канал передает монетарный импульс через изменение стоимости финансовых активов (акций, облигаций) и недвижимости. Снижение процентных ставок повышает привлекательность рискованных активов, способствуя росту их рыночной оценки. Увеличение стоимости активов, находящихся в портфелях домохозяйств, создает «эффект богатства», побуждая к увеличению текущих расходов. Для компаний рост капитализации и стоимости залоговой базы облегчает привлечение финансирования. Для банков укрепление балансов позволяет наращивать кредитование [7].

Валютный канал

Валютный канал работает через воздействие на обменный курс национальной валюты. Повышение рублевых ставок увеличивает доходность инвестиций в российские активы для нерезидентов и резидентов, что ведет к росту спроса на рубли и укреплению курса. Укрепление рубля удешевляет импортные товары в национальной валюте, что сдерживает инфляцию. Снижение ставок, ослабляя национальную валюту, оказывает противоположный, инфляционный эффект [7].

Канал инфляционных ожиданий

Этот канал имеет поведенческую природу и основан на том, как представления домохозяйств и бизнеса о будущей инфляции влияют на их текущие решения. Если агенты ожидают ускорения роста цен, они стремятся совершить покупки быстрее, что само по себе подстегивает инфляцию. Доверие к политике Центрального банка позволяет снижать инфляционные ожидания.

Влияние нестабильности на проводимость каналов

Политическая и экономическая нестабильность выступает в роли мощного дестабилизирующего фактора, который искажает и ослабляет передачу сигналов денежно-кредитной политики. Она не просто снижает эффективность трансмиссионного механизма, но и модифицирует саму логику его функционирования. В таких условиях скорость и сила, с которой решения по ключевой ставке воздействуют на экономику, значительно снижаются, а временные задержки между принятием мер и проявлением их полного эффекта удлиняются [1].

Например, проводимость валютного канала существенно ухудшается. Введение санкций, ограничения на движение капитала и сокращение присутствия нерезидентов на внутреннем рынке снижают чувствительность курса рубля к изменению процентных ставок. Если ранее его укрепление следовало за повышением ключевой ставки почти незамедлительно, то теперь эта связь стала менее предсказуемой и растянутой во времени [1]. Банк России

отмечает, что ослабление рубля в июле 2023 г. продолжилось, при этом основным драйвером выступило сокращение профицита торгового баланса, а не монетарные факторы. Это подтверждает тезис о снижении чувствительности курса к изменению процентных ставок в новых условиях [4].

Процентный канал сталкивается с проблемой «зашумления» из-за активного вмешательства государства. Масштабные льготные кредитные программы (например, в ипотеке или корпоративном секторе) создают обособленные сегменты рынка, изолированные от действия монетарной политики [1, 2]. В результате, в то время как Банк России предпринимает усилия по охлаждению экономики, фискальные меры продолжают стимулировать спрос, что снижает общую эффективность процентного канала.

Кредитный канал также начинает работать противоречиво. С одной стороны, необходимость поддержания финансовой стабильности может вынуждать регулятор предоставлять банкам временные послабления, позволяя им сохранять объемы кредитования даже в условиях высокой ключевой ставки [1]. С другой стороны, общая атмосфера неопределенности заставляет бизнес и население откладывать инвестиционные и потребительские решения, дальше замедляя реакцию экономики на ужесточение ДКП. В такой обстановке для возвращения инфляции к целевым показателям требуется не просто повышение ставки, а ее удержание на высоком уровне в течение продолжительного периода [1].

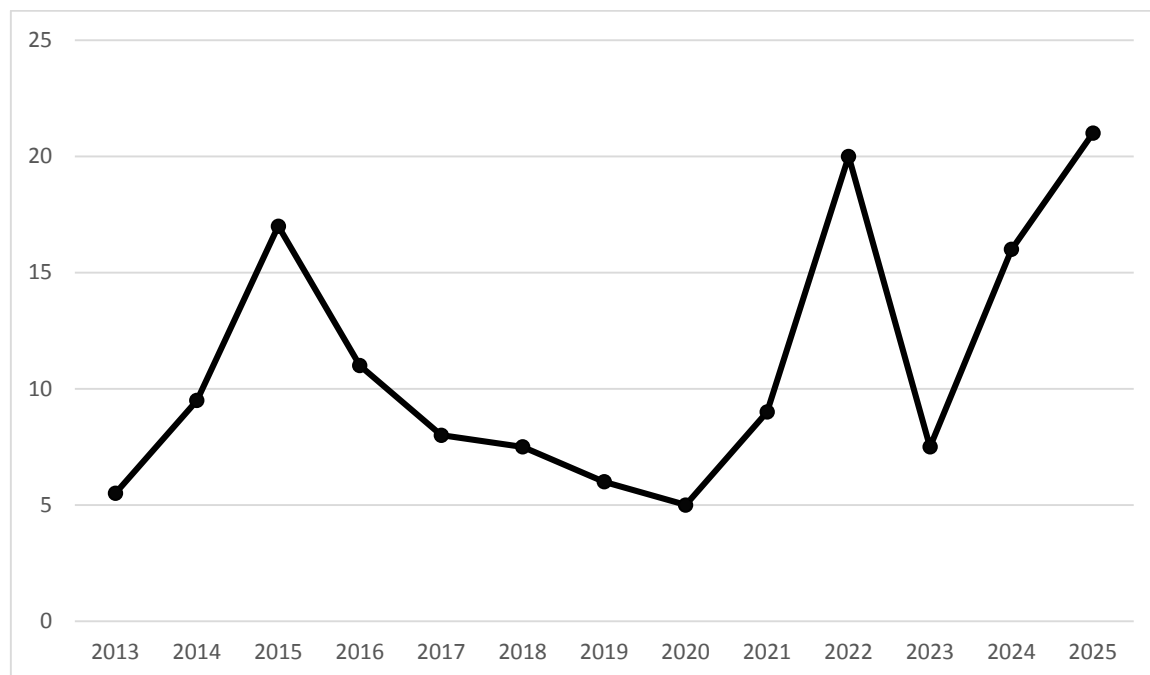
Сравнительный анализ циклов ужесточения ДКП в России

Рисунок 1 - Динамика ключевой ставки Банка России за период 2013-2025г.

Источник: составлено автором по данным Банка России [5]

Сравнительный анализ периодов ужесточения денежно-кредитной политики в России позволяет наглядно проследить, как менялась эффективность трансмиссионного механизма под влиянием внешних и внутренних шоков. Банк России в последние десять лет несколько раз резко повышал ключевую ставку, но каждый раз это происходило в разных условиях и давало разный результат. Впервые это случилось в 2014-2019 годах из-за санкций, падения цен на нефть и обвала рубля. Ставку подняли до 17%, что вызвало настоящую панику на рынке — банки практически перестали выдавать кредиты, и такая жесткая политика затянулась на несколько лет. Следующий эпизод в 2021 году был более спокойным. Экономика восстанавливалась после пандемии, спрос рос, и ЦБ плавно поднял ставку до 8,5%. Рынок был к этому готов, поэтому никаких резких потрясений не случилось, но этот цикл прервался в 2022 году.

В 2022 году — ключевую ставку Банка России экстренно подняли с 9,5% до 20%. Это была вынужденная мера, чтобы остановить обвал рубля и панику на финансовом рынке после введения жёстких санкций. Что интересно, несмотря на рекордную ставку, экономика отреагировала не так, как в прошлые кризисы. Например, ставки по ипотеке не взлетели до небес, а остались на уровне 12-14% благодаря господдержке. И даже когда ЦБ позже начал снижать ставку, ипотека продолжала дорожать — это говорит о том, что механизмы передачи монетарной политики дали сбой. В тот период произошёл уникальный парадокс: пока ЦБ пытался охладить экономику высокой ставкой, правительство, наоборот, накачивало её деньгами через льготные кредитные программы и повышенные социальные выплаты. В результате розничное кредитование хоть и замедлилось, но не так значительно, как ожидалось — люди продолжали брать кредиты, особенно по госпрограммам. Фактически в 2022 году денежно-кредитная политика работала вразнос с бюджетной, что и объясняет, почему традиционные экономические модели в тот период не сработали [1].

Сейчас, в 2023-2025 годах, сложилась уникальная и даже парадоксальная ситуация. Банк России боролся с инфляцией, подняв ставку до 21%, а правительство, наоборот, активно наращивало госрасходы, пытаясь стимулировать экономику. Получилось, что они начали тянуть экономику в разные стороны. Из-за этого дорогие кредиты не так сильно охлаждали бизнес, а розничные кредиты замедлились лишь после того, как государство само ужесточило условия своих льготных программ [1]. Таким образом, практика показывает, что когда в экономике случаются сильные структурные кризисы и при этом активно вмешивается государство со своими расходами, традиционные методы ЦБ по управлению экономикой через ставку работают гораздо хуже. Чтобы справиться с накопленными проблемами, уже недостаточно просто на время "закрутить гайки" — нужны какие-то более глубокие и комплексные меры.

Направления модернизации трансмиссионного механизма

Сложившаяся практика денежно-кредитного регулирования, ориентированная преимущественно на краткосрочные цели инфляционного таргетирования, демонстрирует ограниченную эффективность в условиях структурных преобразований и геополитической турбулентности [2]. В связи с этим представляется необходимым реализовать комплекс мер по адаптации трансмиссионного механизма к современным вызовам.

Внедрение гибридного процентного канала

Ключевым предложением является переход к системе гибридного процентного канала, предполагающей сегментацию денежного рынка по временным горизонтам [2]. Это может быть достигнуто за счет введения дополнительной стратегической ставки, ориентированной специально на финансирование долгосрочных инвестиционных проектов в приоритетных отраслях. Такой подход, успешно апробированный Народным банком Китая (Loan Prime Rate), позволит дифференцированно воздействовать на экономику: контролировать инфляцию через традиционную ключевую ставку и одновременно стимулировать инвестиции через отдельный канал долгосрочного рефинансирования [2].

Создание инфраструктуры для «длинных денег»

Для обеспечения экономики «длинными» ресурсами необходима модернизация институциональной инфраструктуры [2]. Целесообразно расширить полномочия институтов развития (ВЭБ.РФ, Фонд развития промышленности и др.) по эмиссии специализированных облигаций, которые могли бы приниматься Банком России в обеспечение по операциям долгосрочного РЕПО — финансовая сделка, в рамках которой одна сторона передаёт актив другой стороне на определённый срок под проценты, а затем выкупает его обратно. Параллельно следует расширить инвестиционные возможности негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний в

части размещения средств в ценные бумаги таких институтов, что создаст стабильный источник долгосрочного финансирования [2].

Механизмы контроля и повышения прозрачности

Крайне важным является создание эффективных механизмов контроля за целевым использованием инвестиционных ресурсов. Модернизация режима особых экономических зон с внедрением цифровых платформенных решений на основе технологий искусственного интеллекта и облачных вычислений позволит обеспечить прозрачность реализации инвестиционных проектов [2]. Управляющие компании ОЭЗ могут выступать операторами такой системы, обеспечивая принцип «одного окна» для резидентов и непрерывный мониторинг выполнения проектных показателей [2].

Реализация предложенных мер позволит преодолеть ключевое противоречие между задачами ценовой стабильности и экономического роста [2]. Трансмиссионный механизм трансформируется из инструмента краткосрочного антиинфляционного регулирования в систему стратегического управления экономическим развитием. Важно подчеркнуть, что предлагаемые изменения не означают отказа от инфляционного таргетирования, а предполагают его дополнение механизмами целенаправленного стимулирования инвестиционной активности, что особенно актуально в условиях структурной перестройки экономики и необходимости обеспечения технологического суверенитета [2].

Вывод

Проведенное исследование показывает, что политическая и экономическая нестабильность в период с 2022 по 2025 годы существенно ослабила проводимость ключевых каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России.

Сравнительный анализ циклов ужесточения ДКП подтвердил, что в условиях структурных шоков и активного вмешательства государства традиционная модель, нацеленная на управление инфляцией через ключевую

ставку, теряет эффективность. Льготные кредитные программы, санкции и неопределенность создают «шум», искажающий монетарные сигналы и удлиняющий временные лаги.

В связи с этим для повышения эффективности ДКП необходима модернизация трансмиссионного механизма. Предлагаемые меры — такие как внедрение гибридного процентного канала и создание инфраструктуры для «длинных денег» — позволят преодолеть противоречие между сдерживанием инфляции и стимулированием долгосрочного экономического роста, адаптировав монетарную политику к новым структурным реалиям.

Библиографический список

1. Банк России. Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: Информационно-аналитический комментарий.
– № 7 (13). – Июль 2023. – URL: https://asros.ru/upload/iblock/577/ejlavgjmlj0gf3v8h8e9etyonxb5wygt/Denezhno_kreditnye-usloviya-i-transmissionnyy-mekhanizm-denezhno_kreditnoy-politiki-Vypusk-7-_Iyul-2023-goda.pdf?ysclid=mh1szri5mx329342099
2. Каналы денежно-кредитной политики // Большая российская энциклопедия [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – URL: <https://bigenc.ru/c/kanaly-denezhno-kreditnoi-politiki-114ff8?ysclid=mh21f6vkzk424483506> (дата обращения: 22.05.2025).
3. Лисица А.В., Чувилин Д.В. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики России: стратегические вызовы и варианты адаптации // Экономика, предпринимательство и право. – 2025. – Т. 15, № 7. – С. 5009–5028. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/transmissionnyy-mehanizm-denezhno-kreditnoy-politiki-rossii-strategicheskie-vyzovy-i-varianty-adaptatsii?ysclid=mh1t6uyxpd982312954>

4. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов: утв. Банком России. — URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_430425/16a9b57cf05d2f7c3c5ac3fae8b4c46e0d69801d/

5. Особенности работы трансмиссионного механизма в 2023–2024 годах: Аналитическая записка / Б. Рабинович, Е. Петренева, К. Вировец; Банк России. — 2025. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/174676/analytic_note_20250321_dip.pdf

6. Официальный сайт Банка России. URL: <https://cbr.ru/>

7. Станик Н.А., Крайнюков Н.И. Действие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в российской практике // Экономика. Налоги. Право. 2020. Т.13. №1. С. 20- 33. – URL: <https://elib.fa.ru/art2020/bv132.pdf/download/bv132.pdf>

Оригинальность 77%