

К ВОПРОСУ О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ**Валерий Владиславович СМИРНОВ**

кандидат экономических наук, доцент кафедры отраслевой экономики факультета управления и социальных технологий, Чувашский государственный университет имени И.Н. Ульянова (ЧувГУ), Чебоксары, Российская Федерация
v2v3s4@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0002-6198-3157>
SPIN-код: 3120-4077

История статьи:

Рег. № 4/2023
Получена 12.01.2023
Получена в доработанном виде 26.01.2023
Одобрена 09.02.2023
Доступна онлайн 30.05.2023

Специальность 5.2.4УДК 336.051
JEL: E50, E52, E58**Ключевые слова:**

денежно-кредитная политика, долговые ценные бумаги, ответственность, современная монетарная теория, фонд национального благосостояния

Аннотация**Предмет.** Денежно-кредитная политика.**Цели.** Уточнить реальную ответственность Банка России за реализацию денежно-кредитной политики.**Методология.** Использован системный подход с применением статистического анализа.**Результаты.** Показан активный рост процента общих государственных доходов в ВВП, а также выявлено обнуление объема облигаций Банка России и вывод на максимальный уровень выпуска облигаций федерального займа. Предложена гипотеза о передаче хеджирования рисков денежно-кредитной политики кредитным организациям при обнулении объема облигаций Банка России и об удержании этой позиции посредством регулирования требований Банка России к ним. Регулятор делегировал риски денежно-кредитной политики на уровень отношений Министерства финансов РФ и кредитных организаций. Показан устойчивый рост долга нефинансового сектора и домашних хозяйств по банковским кредитам и выпущенным долговым ценным бумагам. Раскрыто реальное назначение Фонда национального благосостояния и показаны способы его сохранения. Установлено, что Банк России стал адептом современной монетарной теории, делегировав хеджирование рисков денежно-кредитной политики на уровень отношений Минфина России и кредитных организаций.**Область применения.** Положения исследования развивают компетенции экспертного сообщества в отношении анализа российской денежно-кредитной политики.**Выводы.** Результаты показывают экспертному сообществу условия развития российской экономики.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2023

Для цитирования: Смирнов В.В. К вопросу о денежно-кредитной политике // *Финансы и кредит*. — 2023. — Т. 29, № 5. — С. 1120 — 1141.
<https://doi.org/10.24891/fc.29.5.1120>

Введение

Актуальность вопроса денежно-кредитной политики (ДКП) связана с необходимостью определения института, реально несущего ответственность за ее реализацию.

В Конституции Российской Федерации, в ст. 75, выделен особый конституционно-правовой статус Банка России — исключительное право на осуществление денежной эмиссии (ч. 1), в качестве основной функции названа защита и обеспечение устойчивости рубля (ч. 2). Наряду с этим Банк России не является органом государственной власти, вместе с тем его полномочия по своей правовой природе относятся к функциям государственной власти, поскольку их реализация предполагает применение мер государственного принуждения¹.

Основной целью ДКП Банка России является поддержание ценовой стабильности, то есть стабильно низкой инфляции. Для достижения цели по инфляции регулятор реализует ДКП в рамках режима таргетирования инфляции².

Итак, целью ДКП Банка России является поддержание ценовой стабильности, важного элемента благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса в контексте правового статуса, основанного на принципах независимости.

Вероятно, этот принцип сработал в 2013 г., когда Банку России были переданы полномочия по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков. Мегарегулятор стал создавать условия для развития всех секторов финансового рынка и обеспечивать стабильность финансовой системы в целом³.

Для создания этих условий были определены инструменты ДКП Банка России (ст. 35 Федерального закона № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»): процентные ставки по операциям Банка России; обязательные резервные требования; операции на открытом рынке; рефинансирование кредитных организаций; валютные интервенции; установление ориентиров роста денежной массы; прямые количественные ограничения; эмиссия облигаций от своего имени; другие инструменты, определенные Банком России⁴.

Экспертное сообщество подтверждает конституционный статус Банка России.

Так, В.Е. Корольков приводит доказательства значимости процентной (ключевой) ставки для восстановления мировой экономики, в том числе после пандемии, вызванной коронавирусом [1].

В свою очередь R. Jarrow и S. Lamichhane обнаружили, что адаптивная ДКП в ответ на кризис COVID-19 не увеличивает системный риск из-за пузырей цен на активы, пока ДКП держит инфляцию под контролем [2].

¹ Правовой статус и функции // Банк России. URL: <https://cbr.ru>

² Цели и принципы денежно-кредитной политики // Банк России. URL: <https://cbr.ru>

³ Миссия Банка России — обеспечение финансовой и ценовой стабильности, содействие развитию конкурентоспособного финансового рынка // Банк России. URL: <https://cbr.ru>

⁴ Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

Авторы М.В. Ершов, А.С. Танасова и М.П. Цховребов отмечают важность ДКП Банка России для российской экономики в условиях неопределенности дальнейших перспектив роста мировой экономики [3].

При этом J. Beckmann и R.L. Czudaj показали, что неопределенность ДКП оказывает негативное влияние на рост производства и доходность акций [4].

Ученые Н. Wang, N. Xu, H. Yin и H. Ji. обнаружили, что как количественная, так и ценовая ДКП могут способствовать финансовой стабильности после кризисов [5].

В то же время В.В. Мандрон и А.Г. Дудина полагают, что эффективные и своевременные меры ДКП могут быть драйверами стабилизации экономики в кризисные периоды [6].

Исследователь С.К. Нургишиева выделила основные факторы неопределенности, создающие проблемы при осуществлении ДКП: а) внешние риски, связанные с более длительным и устойчивым замедлением экономического роста в ключевых экономиках; обострением ситуации со взаимными торговыми отношениями (США и Китай); б) динамика цен на нефть; в) сокращение экономически активного населения [7].

Между тем М.А. Абрамова, С.Е. Дубова, М.В. Ершов и др. считают, что в основе принимаемых Банком России мер по сдерживанию инфляции уже давно лежит стратегия сдерживания немонетарной инфляции монетарными методами, что оказывает депрессивное влияние на потенциал развития российской экономики [8].

Авторы С.Ю. Глазьев, О.С. Сухарев и О.Н. Афанасьева, оценив накопительный эффект ДКП по двум целям макроэкономического развития (росту и инфляции) и двум инструментам монетарной политики (денежной массе M2 и ключевой процентной ставке), подтвердили наличие отрицательного накопительного эффекта политики для цели роста и положительный накопительный эффект — по уровню инфляции [9].

В свою очередь А.А. Коняев полагает, что основной целью ДКП Банка России должна быть не ценовая стабилизация, а обеспечение экономического роста в числе прочего за счет увеличения расходной составляющей [10].

Наряду с этим С.В. Смоленская и Р.А. Калядина утверждают, что ДКП является важной составляющей системы экономической безопасности России, которая служит инструментом управления экономическим состоянием страны и благополучием населения [11].

Итак, изложенные положения вызывают сомнение о реальной ответственности Банка России за реализацию ДКП.

Информационный обзор

Для определения института, реально несущего ответственность за реализацию ДКП, проведем краткий информационный обзор развития российской экономики в контексте достижения цели ДКП Банка России.

Банк России 01.11.2022 представил документ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов», в котором объяснил выбор в пользу 4% — необходимость минимизировать риски возникновения дефляционных тенденций на рынках отдельных товаров. В базовом сценарии Банк России прогнозирует, что в 2023 г. с учетом проводимой ДКП годовая инфляция снизится до 5-7%, в 2024 г. — вернется к цели вблизи 4%⁵.

Регулятор представил проект «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов», в котором выделил пять векторов, с многочисленными задачами:

- 1) создание условий для повышения роли финрынка в трансформации экономики;
- 2) защита прав клиентов и повышение доступности финансовых услуг;
- 3) реорганизация внешнеторговых расчетов;
- 4) цифровизация и развитие платежной инфраструктуры;
- 5) обеспечение финансовой стабильности.

В проекте прописано, что (а) быстрое увеличение кредитования, не подкрепленное расширением производственных возможностей страны, приводит к отрыву стоимости товаров и активов от фундаментальных факторов, появлению «пузырей» на рынках, разгону инфляции и в конечном счете к падению темпов экономического роста и реальных доходов граждан; (б) с учетом ограничения доступа России к внешнему рынку капитала возрастает роль внутренних источников финансирования развития экономики, одним из которых могут выступать сбережения граждан⁶.

В целом основные направления ДКП и развития финансового рынка Российской Федерации впечатляют своей масштабностью. В то же время эксперты, посмотрев немногочисленные цифры от Банка России, тут же заподозрили регулятора в желании занижить плановые показатели, чтобы гарантированно выполнить их⁷.

Банк России объявил о новых мерах поддержки банковского сектора в условиях санкций, одна из мер — временное обнуление требований по надбавкам к

⁵ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов // Банк России. URL: <http://www.cbr.ru>

⁶ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов. Проект от 28.11.2022 // Банк России. URL: <http://www.cbr.ru>

⁷ Буйлов М. Регулятор в тумане // Коммерсантъ. 2022. № 223. URL: <https://www.kommersant.ru>

нормативам достаточности капитала — вызвала у банкиров неоднозначную реакцию⁸.

Вместе с тем Банк России с 09.01.2023 будет применять по аукционам репо на срок 1 месяц плавающую ставку, равную ключевой ставке, увеличенной на 0,1 п.п., вместо фиксированной ставки репо⁹.

Отметим, что долгосрочные корпоративные кредиты в октябре 2022 г. установили исторический рекорд — их доля в общем объеме превысила 27%. Эксперты объясняют рост доли долгосрочных кредитов ухудшением операционной среды во многих секторах экономики, последовавшим за периодом 2020—2021 гг., на протяжении которого долговая нагрузка предприятий в среднем заметно возрастала¹⁰.

Инвесторы в условиях неопределенности не желают рисковать и поэтому идут в короткие долговые бумаги. В результате ставки по коротким ОФЗ опустились до полуторалетнего минимума, а спред в доходности к длинным бумагам расширился до максимума с начала 2022 г. Минфин России продолжает наращивать заимствования на долговом рынке для финансирования бюджетного дефицита¹¹.

По итогам 2022 г. Министерство финансов РФ разместило ОФЗ на 3,28 трлн руб., что на четверть выше объема заимствований по итогам 2021 г. Это стало возможно благодаря агрессивному спросу со стороны банков, которые привлекали ликвидность в Банке России. В 2023 г. Минфин России может сократить объем заимствований, однако также будет нацелен на привлечение средств от банков. В течение 2023 г., как и в 2022 г., основной упор Минфин России будет делать на размещение флоатеров, поскольку в отсутствие нерезидентов только российские банки остались крупными участниками рынка¹².

Подчеркнем, Министерство сделало акцент на размещение флоатеров, а Банк России — по аукционам репо на плавающую ставку (срок 1 месяц). Государственный спрос будет вытеснять спрос частного сектора. Банкам флоатеры помогут улучшить показатели ликвидности, а также снизить чувствительность доходов к процентному риску.

Торговые площадки ожидают в 2023 г. значительного роста числа непрофильных активов, выставляемых на продажу банками. Это связано с отменой моратория на банкротства, действовавшего в 2022 г., и ростом просрочки по кредитам юрлиц

⁸ Дементьева К. ЦБ ослабил системные связи // *Коммерсантъ*. 2022. № 233. URL: <https://www.kommersant.ru>

⁹ Банк России изменил параметры предоставления средств на аукционах репо на срок 1 месяц // Банк России. URL: <https://cbr.ru>

¹⁰ Буйлов М. Компании занимают надолго // *Коммерсантъ*. 2022. № 231. URL: <https://www.kommersant.ru>

¹¹ Гайдаев В. От денег ждут подорожания // *Коммерсантъ*. 2022. № 231. URL: <https://www.kommersant.ru>

¹² Гайдаев В. Минфин отнесся к долгам перевзято // *Коммерсантъ*. 2022. № 238. URL: <https://www.kommersant.ru>

на фоне нестабильной экономической ситуации. В 2022 г. на площадке «Российский аукционный дом» реализовано непрофильное имущество банков на 64 млрд руб. — на 15% больше чем в 2021 г.¹³

Рынок секьюритизации ипотеки за полгода 2022 г. показал примерно такие же объемы, как за весь 2021 г. При этом сделки репо с ипотечными облигациями установили рекорд и превзошли прошлогодний показатель в четыре раза. По мнению участников рынка, в 2023 г. объем секьюритизации может вырасти за счет бумаг с льготной ипотекой в качестве базового актива. Однако эксперты предупреждают о рисках инструмента, вспоминая ипотечный кризис в США 2007—2008 гг.¹⁴

Итак, изложенные позиции укрепляют сомнения в реальной ответственности Банка России за реализацию ДКП, в большей мере ориентироваться стоит на Минфин России и кредитные организации.

Анализ

Анализ темпов прироста российских макроэкономических данных из статистического приложения к докладу World Economic Outlook (WEO)¹⁵ в прогнозном периоде 2021—2027 гг. выявил приоритет динамики ВВП в постоянных ценах в рублях и общих государственных доходов в рублях (*рис. 1*). Динамика ВВП в постоянных ценах в рублях и общих государственных доходов в рублях демонстрирует активный рост процента общих государственных доходов в ВВП.

В результате анализа динамики объема облигаций Банка России (ОБР) в обращении по ценам заявок на дату размещения, включая накопленный купонный доход (отражает фактический объем абсорбированной с помощью ОБР избыточной ликвидности), и рынка облигаций федерального займа (ОФЗ) (по типам ценных бумаг: ОФЗ-ПД, ОФЗ-АД, ОФЗ-ПК, ОФЗ-ИН) (*рис. 2*) выявлено обнуление объема ОБР и вывод на максимальный уровень выпуска ОФЗ — более 16 трлн руб.

Разбор темпов прироста объема ОБР и рынка ОФЗ (*рис. 3*) отделил:

- максимальные значения прироста ОБР (60,9% на 01.03.2018) и ОФЗ (13,4% на 01.11.2020);
- минимальный прирост ОБР (−65,1% на 01.12.2021) и ОФЗ (−2,5% на 01.08.2022).

¹³ Трифонова П. Аукционы ждут дефолтов // Коммерсантъ. 2022. № 237. URL: <https://www.kommersant.ru>

¹⁴ Буйлов М. Банки увлеклись секьюритизацией // Коммерсантъ. 2022. № 240/П. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/5747366>

¹⁵ База данных World Economic Outlook (WEO) содержит избранные ряды макроэкономических показателей, в том числе прогнозы экономического развития на глобальном уровне, в основных группах стран и в отдельных странах // International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org>

Отметим хеджирование Банком России и Минфином России падения темпов прироста ОБР ростом рынка ОФЗ, и наоборот, падение рынка ОФЗ увеличением темпов прироста ОБР.

Отметим, что при обнулении объема ОБР, Банк России передал «хеджирование» кредитным организациям, сохраняя за собой регулирование требований к этим организациям.

Анализ динамики требований Банка России к кредитным организациям и кредитных организаций к Банку России (*рис. 4*) выявил:

- максимальное значение требований Банка России к кредитным организациям (9 817 млрд руб. на 03.03.2022) и минимальное значение требований кредитных организаций к Банку России (–5 258,8 млрд руб. на 11.07.2018);
- минимальное значение требований Банка России к кредитным организациям (5,1 млрд руб. на 23.09.2019 — 26.09.2019) и максимальное значение требований кредитных организаций к Банку России (–1 044,1 млрд руб. на 21.01.2021).

Исходя из всей динамики требований Банка России к кредитным организациям и кредитных организаций к нему, а также объема ОБР и рынка ОФЗ следует, что он делегировал риски ДКП на уровень отношений Минфина России и кредитных организаций.

Динамика долга нефинансового сектора и домашних хозяйств по банковским кредитам и выпущенным долговым ценным бумагам (*рис. 5*) демонстрирует устойчивый рост.

Наблюдается процесс длительной стабилизации темпов прироста долга нефинансового сектора по выпущенным долговым ценным бумагам после кризиса 2014 г. (*рис. 6*).

Освежим память относительно начала экономического кризиса в России 2014 г. Первое полугодие 2014 г. — ослабление рубля почти на 15% на фоне обострения украинского конфликта и введения санкций. В марте 2014 г. курс доллара США преодолел значение в 37, а евро — 51 руб. Второе полугодие 2014 г. — «черный понедельник» — 15 декабря долл. США — 64,45 руб., а евро — 78,87 руб., 16 декабря долл. США — 79 руб., а евро — 98 руб.

В феврале 2008 г. в результате разделения действовавшего на тот момент Стабилизационного фонда были созданы Резервный фонд (для финансового обеспечения нефтегазового трансферта) и Фонд национального благосостояния (ФНБ) (для обеспечения софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан Российской Федерации и сбалансированности (покрытия дефицита) бюджета Пенсионного фонда).

ФНБ пополняется за счет нефтегазовых доходов федерального бюджета.

Отметим, что Х.А. Чяд показывает, что нефтегазовая отрасль является значимой для экономики России. Нефтегазовые доходы — это до 40% доходов федерального бюджета и 16% ВВП [12].

Объем ФНБ на 01.02.2008 составлял 783,31 млрд руб. (32 млрд долл. США), 1,9% ВВП, на 01.12.2022 — 11 389,51 млрд руб. (186,49 млрд долл. США), 8,5% ВВП.

Правила управления ФНБ устанавливает Правительство Российской Федерации, а непосредственное управление осуществляет Министерство финансов РФ. Отдельные полномочия по управлению ФНБ могут быть возложены на Банк России¹⁶.

Итак, можно предположить, что Банк России делегировал риски ДКП на уровень отношений Минфина России и кредитных организаций.

Логично, что Минфин России направляет средства из ФНБ на приобретение привилегированных акций кредитных организаций: 29.09.2014 Банк ВТБ (ПАО) (доля в уставном капитале 32,88%) — 214 037 970 250 руб.; 16.10.2014 АО «Россельхозбанк» (доля в уставном капитале 4,95%) — 25 000 000 000 руб.; 30.12.2014 и 14.06.2022 Банк ГПБ (АО) (доля в уставном капитале 36,44%) — 89 954 000 000 руб. Итого 328 991 970 250 руб.¹⁷

Отметим действия Банка России, который принял решение о реализации Банку ВТБ (ПАО) 100% акций ПАО Банк «ФК Открытие». В соответствии с Федеральным законом от 08.03.2022 № 46-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» Совет директоров Банка России вправе принять решение о реализации акций ПАО Банк «ФК Открытие» по их рыночной стоимости. Банк России и Банк ВТБ (ПАО) заключили договор о реализации 100% акций ПАО Банк «ФК Открытие», в соответствии с которым покупная цена за акции составляет 340 млрд руб. Акции ПАО Банк «ФК Открытие» оплачиваются денежными средствами в размере 233 126 864 828 руб. 15 коп., а также облигациями федерального займа, стоимость которых рассчитана по рыночным ценам и составляет 106 873 135 171 руб. 85 коп.¹⁸

Ранее, 07.12.2017, Банк России принял решение о докапитализации банка «ФК Открытие» на 456,2 млрд руб. в рамках осуществления мер по предупреждению банкротства¹⁹.

¹⁶ Объем Фонда национального благосостояния // Министерство финансов Российской Федерации. URL: <https://minfin.gov.ru>

¹⁷ Сведения о размещении средств ФНБ в привилегированные акции российских кредитных организаций по состоянию на 1 декабря 2022 г. // Министерство финансов Российской Федерации. URL: <https://minfin.gov.ru>

¹⁸ Банк России и Банк ВТБ (ПАО) заключили договор о реализации ПАО Банк «ФК Открытие» // Банк России. URL: <https://cbr.ru>

¹⁹ ЦБ докапитализирует «ФК Открытие» на 456,2 млрд руб. // ТАСС. URL: <https://tass.ru>

Согласно Указу В. Путина «О специальном порядке исполнения иностранными покупателями обязательств перед российскими поставщиками природного газа»²⁰ уполномоченным банком, который откроет спецсчета в рублях для покупателей газа из недружественных стран и будет продавать валюту для конвертации в рубли за оплату газа на торгах Московской биржи, назначен Банк ГПБ (АО)²¹.

Минфин России постепенно входит в роль кредитных организаций: кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства — 30 млрд руб.; кредитование АО «ДОМ.РФ» — 40 млрд руб.; финансирование проектов ВЭБ.РФ, реализуемых организациями реального сектора экономики — 300 млрд руб.²²

В этом контексте, Л.В. Гудакова, Е.Д. Гребенникова и Г.И. Фоцан выделяют связь роста ВВП России с увеличением цены на нефть и снижение ВВП при условии увеличения коэффициента безработицы²³.

Для снижения нагрузки на ФНБ со стороны органов власти были сделаны следующие шаги:

- с 01.01.2019 началось поэтапное (в 2023 г. закончится переходный период) повышение пенсионного возраста — верхняя «планка» в 60 лет у женщин и 65 у мужчин²⁴;
- в середине июля 2022 г. В. Путин подписал Закон об объединении ПФР и Фонда социального страхования, сделав их единым Социальным фондом;
- премьер-министр М. Мишустин на заседании кабинета министров сказал: «Мы сегодня направим Пенсионному фонду почти 1,5 трлн руб. Они пойдут на предоставление пенсий гражданам в текущем и следующем годах»²⁵.

Обсуждение результатов

Изложенные результирующие положения закрепляют сомнения о реальной ответственности Банка России за реализацию ДКП.

Исходя из всей динамики требований Банка России к кредитным организациям и кредитных организаций к Банку России, объема ОБР и рынка ОФЗ в контексте активного роста процента общих государственных доходов в ВВП, следует

²⁰ Указ Президента РФ от 31.03.2022 № 172 «О специальном порядке исполнения иностранными покупателями обязательств перед российскими поставщиками природного газа».

²¹ Новый порядок оплаты поставок российского газа в рублях вступит в силу 1 апреля // ТАСС. URL: <https://tass.ru>

²² Сведения о размещении средств ФНБ на депозитах ВЭБ.РФ по состоянию на 1 декабря 2022 года // Министерство финансов Российской Федерации. URL: <https://minfin.gov.ru>

²³ Гудакова Л.В., Гребенникова Е.Д., Фоцан Г.И. Эвентуальная эконометрическая модель денежно-кредитной политики Российской Федерации // *Финансы и кредит*. 2022. Т. 28. № 4. С. 878—899.

²⁴ Невинная И. Прибавки, льготы, защита // *Российская газета*. № 7761. URL: <https://rg.ru>

²⁵ Пенсионному фонду на выплату пенсий выделили ₽1,5 трлн // РБК. URL: <https://www.rbc.ru>

положение, что Банк России делегировал риски ДКП на уровень отношений Минфина России и кредитных организаций.

Это положение отмечается не только в российской, но и в мировой экономике.

К примеру, В.Э. Кроливецкая полагает, что определенную роль в комбинировании инструментов фискальной и ДКП сыграли положения современной монетарной теории (*Modern Monetary Theory*, ММТ), согласно которым основным инструментом макроэкономического регулирования призвана быть фискальная политика, а в задачи центрального банка должны входить поддержание умеренных ставок и предоставление необходимой ликвидности [13].

Согласно ММТ деньги являются государственной монополией и единственное объективное ограничение эмиссии денег — производственные мощности и трудовые ресурсы. В основе ММТ лежит несколько допущений:

- правительство может выпускать государственные облигации, а также погашать их за счет денежной эмиссии;
- отказ от независимой ДКП и ориентация правительства на обеспечение полной занятости в экономике;
- не центральный банк, а министерство финансов будет отвечать за инфляцию.

Авторы О.С. Сухарев и О.Н. Афанасьева считают, что политика повышения процентной ставки не является сильной причиной для снижения инфляции, но тормозит экономический рост, создавая потенциальную основу для будущей инфляции [14].

В свою очередь М. Geiger, D. Grundler и J. Scharler показывают, что центральные банки все больше внимания уделяют информированию и управлению ожиданиями частного сектора в качестве инструментов ДКП [15], а X. Ge, Y. Liu и J. Zhuang указывают на возможности снижения банковских рисков за счет повышения прозрачности ДКП²⁶.

Исследователи А. Ferrando, А. Popov и G.F. Udell отмечают, что ДКП передается в реальную экономику через изменение уровня и структуры банковского кредита²⁷, а E. Durante, А. Ferrando и P. Vermeulen показывают действие ДКП за счет трений на кредитных рынках [16].

При этом F. Holm-Hadulla, F. Mazelis и S. Rast обнаружили, что в ответ на ужесточение краткосрочных ставок банки и инвестиционные фонды демонстрируют

²⁶ Ge X., Liu Y., Zhuang J. Monetary Policy Uncertainty, Market Structure and Bank Risk-Taking: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 2022, vol. 52, 103599. URL: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103599>

²⁷ Ferrando A., Popov A., Udell G.F. Unconventional Monetary Policy, Funding Expectations, and Firm Decisions. *European Economic Review*, 2022, vol. 149, 104268. URL: <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2022.104268>

экономически значимое сокращение баланса, но с более быстрым и устойчивым эффектом для банков [17].

В то же время Т.В. Растеряева и О.В. Захарова установили, что в условиях возрастающего санкционного давления одним из важнейших приоритетов выступает валютное регулирование и валютный контроль [18].

Банк России повысил прогноз по оттоку капитала из России в 2022 г. с 246 млрд долл. США до 251 млрд долл. США и понизил на 2023 г. — с 125 млрд долл. США до 124 млрд долл. США²⁸.

Ученый С.А. Рамазанов указывает, что Народный банк Китая препятствует официальному оттоку капитала из страны в обмен на стимулирование внутреннего спроса, игнорируя бюджетный канал эмиссии денег²⁹.

Выводы

Изложенные положения закрепляют сомнения о реальной ответственности Банка России за реализацию ДКП. Динамика требований Банка России к кредитным организациям и кредитных организаций к Банку России, объема ОБР и рынка ОФЗ, в контексте активного роста процента общих государственных доходов в ВВП, указывают, что Банк России стал адептом ММТ, делегировав хеджирование рисков ДКП на уровень отношений Минфина России и кредитных организаций.

²⁸ ЦБ повысил прогноз по оттоку капитала из России в 2022 году до \$251 млрд // ТАСС.
URL: <https://tass.ru/ekonomika/16185869>

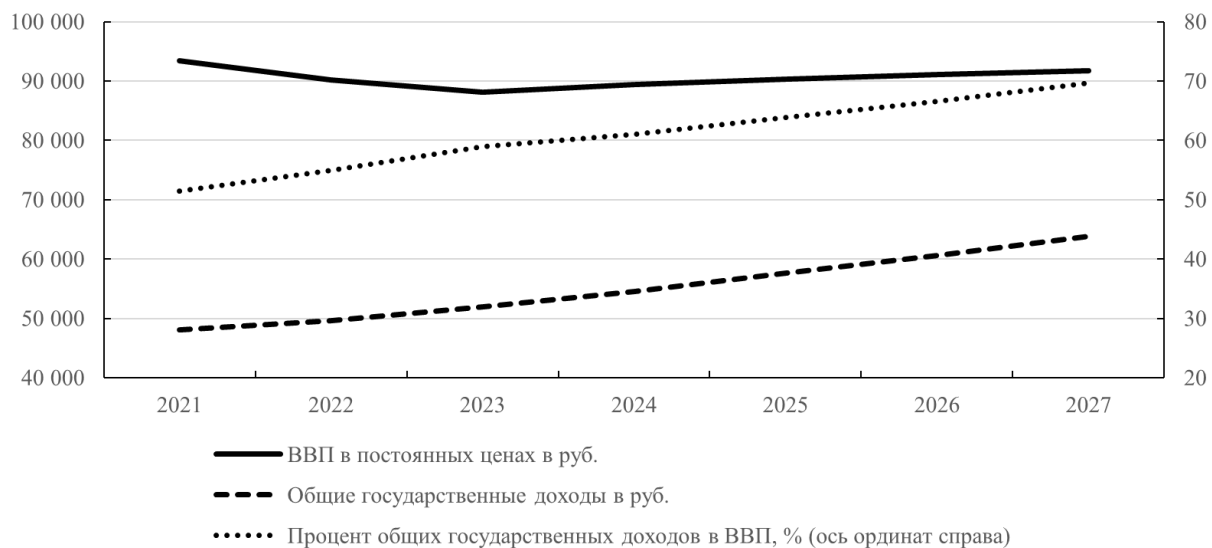
²⁹ Рамазанов С.А. Динамический анализ активных операций центральных банков резервных валют в условиях «очередной неопределенности» // *Финансы и кредит*. 2022. Т. 28. № 2. С. 412—439.

Рисунок 1

Динамика ВВП в постоянных ценах в руб., общих государственных доходов в руб., процента общих государственных доходов в ВВП по данным из статистического приложения к докладу «World Economic Outlook», 2021 – 2027 гг., млрд руб.

Figure 1

Changes in GDP in constant prices, RUB, total government revenues, RUB, percentage of total government revenues in GDP according to data from the statistical appendix to the World Economic Outlook Report, 2021–2027, billion RUB



Источник: построено по данным International Monetary Fund, World Economic Outlook Database. URL: <https://www.imf.org>

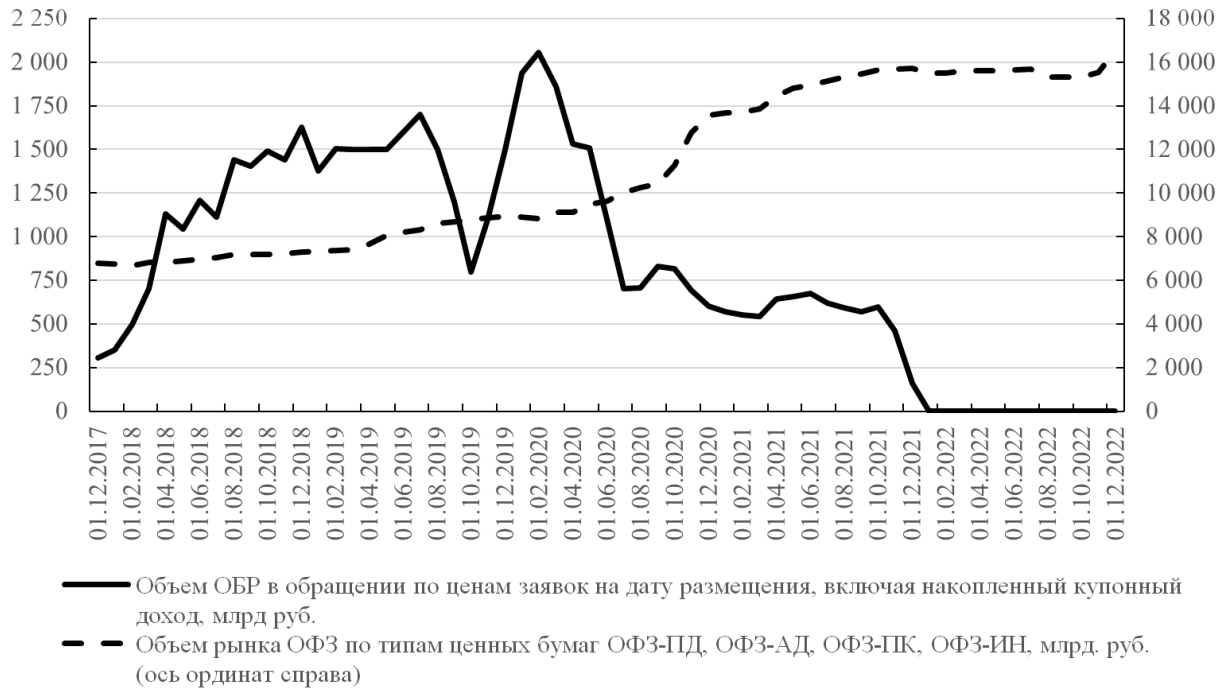
Source: Authoring, based on the International Monetary Fund and World Economic Outlook Database data. URL: <https://www.imf.org>

Рисунок 2

Объем облигаций Банка России (ОБР) и рынка облигаций федерального займа (ОФЗ), млрд руб.

Figure 2

The volume of bonds of the Bank of Russia and Federal Loan Bond (OFZ) market, billion RUB



Источник: построено по данным Банка России. URL: <https://cbr.ru>

Source: Authoring, based on the Bank of Russia data. URL: <https://cbr.ru>

Рисунок 3

Темпы прироста объема облигаций Банка России (ОБР) и рынка облигаций федерального займа (ОФЗ), %

Figure 3

The Bank of Russia bonds volume and Federal Loan Bond (OFZ) market growth rates, percentage



Источник: рассчитано с применением IBM SPSS Statistics по данным Банка России.
 URL: <https://cbr.ru>

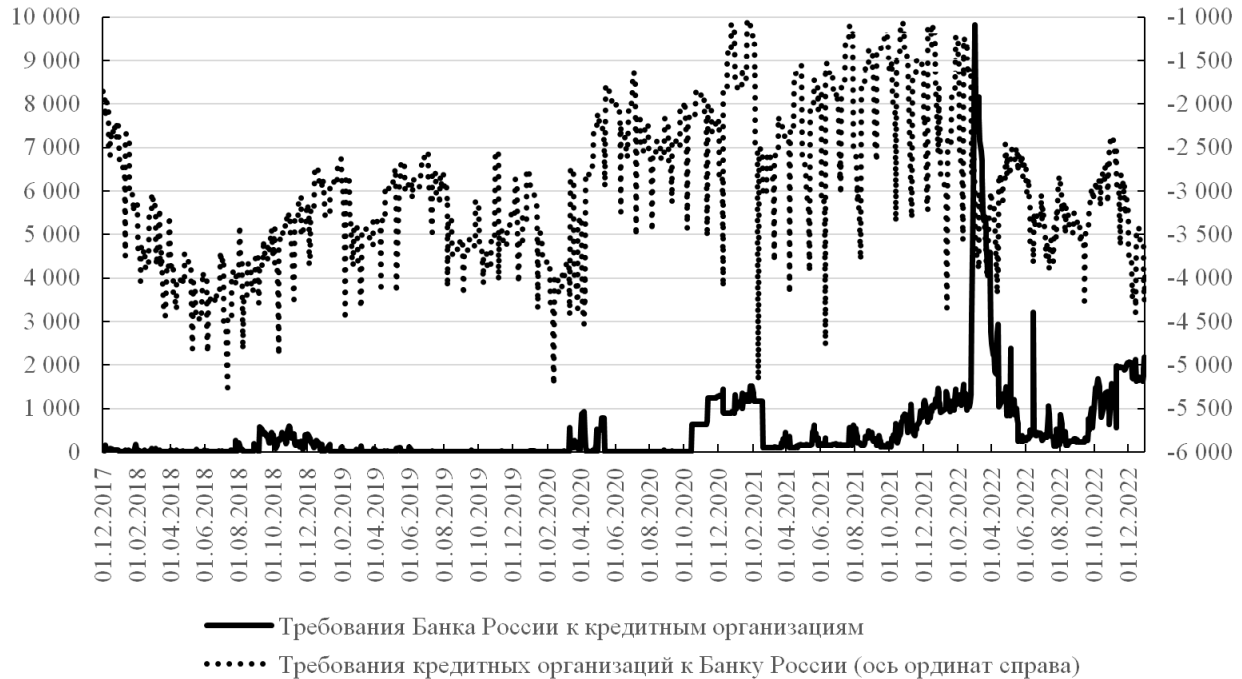
Source: Authoring, based on IBM SPSS Statistics according to the Bank of Russia data.
 URL: <https://cbr.ru>

Рисунок 4

Требования Банка России к кредитным организациям и кредитных организаций к Банку России, млрд руб.

Figure 4

Requirements of the Bank of Russia to credit institutions and credit institutions to the Bank of Russia, billion RUB



Источник: построено по данным Банка России. URL: <https://cbr.ru>

Source: Authoring, based on the Bank of Russia data. URL: <https://cbr.ru>

Рисунок 5

Долг нефинансового сектора и домашних хозяйств по банковским кредитам и выпущенным долговым ценным бумагам, млн руб.

Figure 5

Debt of the non-financial sector and households on bank loans and issued debt securities, million RUB



Источник: построено по данным Банка России. URL: <https://cbr.ru>

Source: Authoring, based on the Bank of Russia data. URL: <https://cbr.ru>

Рисунок 6

Темпы прироста долга нефинансового сектора и домашних хозяйств по банковским кредитам и выпущенным долговым ценным бумагам, %

Figure 6

Growth rates of debt of the non-financial sector and households on bank loans and issued debt securities, percentage



Источник: рассчитано с применением IBM SPSS Statistics по данным Банка России.

URL: <https://cbr.ru>

Source: Authoring, based on IBM SPSS Statistics according to the Bank of Russia data.

URL: <https://cbr.ru>

Список литературы

1. Корольков В.Е. Влияние ключевой ставки на экономические процессы в условиях пандемии // *Банковское дело*. 2022. № 1. С. 51 — 54.
2. Jarrow R., Lamichhane S. Risk Premia, Asset Price Bubbles, and Monetary Policy. *Journal of Financial Stability*, 2022, vol. 60, 101005.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101005>
3. Еришов М.В., Танасова А.С., Цховребов М.П. О денежно-кредитных и бюджетных подходах в России в 2022 — 2024 гг. // *Российский экономический журнал*. 2022. № 1. С. 32 — 49. URL: <https://doi.org/10.33983/0130-9757-2022-1-32-49>
4. Beckmann J., Czudaj R.L. Perceived Monetary Policy Uncertainty. *Journal of International Money and Finance*, 2023, vol. 130, 102761.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102761>

5. Hao Wang, Ning Xu, Haiyan Yin, Hao Ji. The Dynamic Impact of Monetary Policy on Financial Stability in China After Crises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2022, vol. 75, 101855. URL: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101855>
6. Мандрон В.В., Дудина А.Г. Денежно-кредитная политика и таргетирование инфляции в России // Вопросы региональной экономики. 2022. № 1. С. 147—154.
7. Нургишиева С.К. Основные методы регулирования денежно-кредитной политики Банка России // Инновации. Наука. Образование. 2022. № 52. С. 1207—1211.
8. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Ершов М.В. и др. 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. Т. 15. № 1. С. 6—22. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ob-osnovnyh-napravleniyah-edinoy-gosudarstvennoy-denezhno-kreditnoy-politiki-na-2022-god-i-period-2023-i-2024-godov-mnenie>
9. Глазьев С.Ю., Сухарев О.С., Афанасьева О.Н. Монетарная политика России: негативный накопительный эффект в рамках неоклассической модели и его преодоление // Микроэкономика. 2022. № 2. С. 5—38. URL: <https://doi.org/10.33917/mic-2.103.2022.5-38>
10. Коняев А.А. Развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России // Банковское дело. 2022. № 1. С. 44—50.
11. Смоленская С.В., Калядина Р.А. Роль денежно-кредитной политики в системе экономической безопасности государства // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». 2022. № 2. С. 25—31. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rol-denezhno-kreditnoy-politiki-v-sisteme-ekonomicheskoy-bezopasnosti-gosudarstva>
12. Чяд Х.А. Влияние денежно-кредитной и фискальной политики на деятельность предприятий нефтегазового сектора // Научное образование. 2022. № 1. С. 106—110.
13. Кроливецкая В.Э. Монетарная политика и экономический рост // Журнал правовых и экономических исследований. 2022. № 2. С. 170—178. URL: <https://doi.org/10.26163/GIEF.2022.63.69.029>
14. Сухарев О.С., Афанасьева О.Н. Распределение инструментов монетарной политики по целям развития // Общество и экономика. 2022. № 6. С. 5—28. URL: <https://doi.org/10.31857/S020736760020579-5>
15. Geiger M., Gründler D., Scharler J. Monetary Policy Shocks and Consumer Expectations in the Euro Area. *Journal of International Economics*, 2023, vol. 140, 103708. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103708>

16. *Durante E., Ferrando A., Vermeulen P.* Monetary Policy, Investment and Firm Heterogeneity. *European Economic Review*, 2022, vol. 148, 104251.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2022.104251>
17. *Holm-Hadulla F., Mazelis F., Rast S.* Bank and Non-Bank Balance Sheet Responses to Monetary Policy Shocks. *Economics Letters*, 2023, vol. 222, 110918.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110918>
18. *Растеряева Т.В., Захарова О.В.* Денежно-кредитная политика в условиях санкционного давления: акцент на валютное регулирование // *Финансовая жизнь*. 2022. № 1. С. 106—108.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

REVISITING THE MONETARY POLICY IMPLEMENTATION

Valerii V. SMIRNOV

I.N. Ulianov Chuvash State University (ChuvSU),
Cheboksary, Chuvash Republic, Russian Federation
v2v3s4@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0002-6198-3157>

Article history:

Article No. 4/2023
Received 12 January 2023
Received in revised form
26 January 2023
Accepted 9 February 2023
Available online
30 May 2023

JEL classification: E50,
E52, E58

Keywords: monetary
policy, debt securities,
liability, modern
monetary theory, Russian
National Wealth Fund

Abstract

Subject. This article discusses the issues related to the implementation of monetary policy in Russia.

Objectives. The article aims to clarify the real responsibility of the Central Bank of the Russian Federation for the implementation of monetary policy.

Methods. For the study, I used a systems approach based on a statistical analysis.

Results. The study finds that the Central Bank of the Russian Federation has brought the risks of monetary policy to the level of relations between the Ministry of Finance of the Russian Federation and credit institutions. The article proposes a hypothesis about the transfer of monetary policy risks hedging to credit institutions when the volume of Bank of Russia bonds gets zeroed out, and this position is maintained by regulating the requirements of the Bank of Russia to these institutions. The article also reveals the real purpose of the National Wealth Fund of Russia and shows ways to preserve it.

Conclusions and Relevance. The results of the study on the real responsibility of the Central Bank of the Russian Federation for the implementation of monetary policy show the conditions for the development of the Russian economy and can be useful for the expert community in terms of analyzing the Russian monetary policy.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2023

Please cite this article as: Smirnov V.V. Revisiting the Monetary Policy Implementation. *Finance and Credit*, 2023, vol. 29, iss. 5, pp. 1120–1141.
<https://doi.org/10.24891/fc.29.5.1120>

References

1. Korol'kov V.E. [The impact of the key rate on economic processes in a pandemic]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2022, no. 1, pp. 51–54. (In Russ.)
2. Jarrow R., Lamichhane S. Risk Premia, Asset Price Bubbles, and Monetary Policy. *Journal of Financial Stability*, 2022, vol. 60, 101005.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101005>
3. Ershov M.V., Tanasova A.S., Tskhovrebov M.P. [On monetary and budget approaches in Russia in 2022–2024]. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economic*

- Journal*, 2022, no. 1, pp. 32–49. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.33983/0130-9757-2022-1-32-49>
4. Beckmann J., Czudaj R.L. Perceived Monetary Policy Uncertainty. *Journal of International Money and Finance*, 2023, vol. 130, 102761.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102761>
 5. Hao Wang, Ning Xu, Haiyan Yin, Hao Ji. The Dynamic Impact of Monetary Policy on Financial Stability in China After Crises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2022, vol. 75, 101855. URL: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101855>
 6. Mandron V.V., Dudina A.G. [Monetary policy and inflation targeting in Russia]. *Voprosy regional'noi ekonomiki = Problems of Regional Economy*, 2022, no. 1, pp. 147–154. (In Russ.)
 7. Nurgishieva S.K. [The main methods of regulation of the monetary policy of the Bank of Russia]. *Innovatsii. Nauka. Obrazovanie*, 2022, no. 52, pp. 1207–1211. (In Russ.)
 8. Abramova M.A., Dubova S.E., Ershov M.V. et al. [On the main directions of the unified State monetary policy for 2022 and the period 2023 and 2024: Financial University experts' opinion]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics. Taxes. Law*, 2022, vol. 15, no. 1, pp. 6–22. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ob-osnovnyh-napravleniyah-edinoy-gosudarstvennoy-denezhno-kreditnoy-politiki-na-2022-god-i-period-2023-i-2024-godov-mnenie> (In Russ.)
 9. Glaz'ev S.Yu., Sukharev O.S., Afanas'eva O.N. [Monetary policy in Russia: negative cumulative effect in the framework of the neoclassical model and its overcoming]. *Mikroekonomika = Microeconomics*, 2022, no. 2, pp. 5–38. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.33917/mic-2.103.2022.5-38>
 10. Konyaev A.A. [Development of the transmission mechanism of the monetary policy of the Bank of Russia]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2022, no. 1, pp. 44–50. (In Russ.)
 11. Smolenskaya S.V., Kalyadina R.A. [The role of monetary policy in the system of economic security of the State]. *Nauchnyi zhurnal NIU ITMO. Seriya: Ekonomika i ekologicheskii menedzhment*, 2022, no. 2, pp. 25–31. (In Russ.)
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rol-denezhno-kreditnoy-politiki-v-sisteme-ekonomicheskoy-bezopasnosti-gosudarstva>
 12. Chyad Kh.A. [Influence of monetary and fiscal policy on the activities of oil and gas enterprises]. *Nauchnoe obrazovanie*, 2022, no. 1, pp. 106–110. (In Russ.)
 13. Krolivetskaya V.E. [Monetary policy and economic growth]. *Zhurnal pravovykh i ekonomicheskikh issledovaniy = Journal of Legal and Economic Studies*, 2022, no. 2, pp. 170–178. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.26163/GIEF.2022.63.69.029>

14. Sukharev O.S., Afanas'eva O.N. [On the distribution of monetary policy tools by targets of development]. *Obshchestvo i ekonomika = Society and Economics*, 2022, no. 6, pp. 5–28. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.31857/S020736760020579-5>
15. Geiger M., Gründler D., Scharler J. Monetary Policy Shocks and Consumer Expectations in the Euro Area. *Journal of International Economics*, 2023, vol. 140, 103708. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103708>
16. Durante E., Ferrando A., Vermeulen P. Monetary Policy, Investment and Firm Heterogeneity. *European Economic Review*, 2022, vol. 148, 104251. URL: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2022.104251>
17. Holm-Hadulla F., Mazelis F., Rast S. Bank and Non-Bank Balance Sheet Responses to Monetary Policy Shocks. *Economics Letters*, 2023, vol. 222, 110918. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110918>
18. Rasteryaeva T.V., Zakharova O.V. [Monetary policy under sanctions pressure: Emphasis on currency regulation]. *Finansovaya zhizn' = Financial Life*, 2022, no. 1, pp. 106–108. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.