

УДК 336.711

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ В 2022 – ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2024 ГОДА: КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА, ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОТКЛИК

Васиян Р. И.¹

Аннотация: В статье анализируются изменения денежно-кредитной политики Банка России, происходившие в 2022 г. – первом полугодии 2024 г. в условиях жёсткого санкционного давления и структурной перестройки экономики. Рассматриваются динамика ключевой ставки, реакция основных трансмиссионных каналов и отклик инвестиционной активности предприятий. Показано, что линейная связь между уровнем ключевой ставки и инвестициями в подобных условиях перестаёт работать с прежней предсказуемостью. Критическая изношенность основных фондов и уровень инфляционных ожиданий выступают самостоятельными детерминантами инвестиционных решений. Делается вывод о том, что действенность денежно-кредитной политики для стимулирования инвестиций определяется комбинацией процентного канала, инфляционных ожиданий и состояния производственной базы.

Ключевые слова: Банк России, ключевая ставка, денежно-кредитная политика, инфляционные ожидания, инвестиции, трансмиссионный механизм, структурная перестройка, санкции

Для цитирования: Васиян Р. И. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ В 2022 – ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2024 ГОДА: КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА, ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОТКЛИК // Московский вестник экономических наук. №4 (2024). С. 5-11.

MONETARY POLICY OF THE BANK OF RUSSIA IN 2022–THE FIRST HALF OF 2024: THE KEY RATE, THE TRANSMISSION MECHANISM, AND INVESTMENT RESPONSE

Vasiyan R. I.¹

Abstract: This article analyzes changes in the monetary policy of the Bank of Russia that took place from 2022 through the first half of 2024 amid intense sanctions pressure and structural transformation of the economy. The study examines the dynamics of the key interest rate, the response of the main transmission channels, and the reaction of enterprises' investment activity. It is shown that the linear relationship between the level of the key interest rate and investment ceases to operate with its former predictability under such conditions. Critical depreciation of fixed assets and the level of inflation expectations act as independent determinants of investment decisions. The study concludes that the effectiveness of monetary policy in stimulating investment is determined by a combination of the interest-rate channel, inflation expectations, and the condition of the production base.

Keywords: Bank of Russia, key interest rate, monetary policy, inflation expectations, investment, monetary transmission mechanism, structural transformation, sanctions

ВВЕДЕНИЕ

В 2022 г. – первом полугодии 2024 г. Банк России работал в условиях резкого сужения инструментария классической денежно-кредитной политики. Внешнее давление затронуло ряд компонентов финансовой инфраструктуры, механизм рефинансирования и международных расчётов. В подобных обстоятельствах регулятор сосредоточился на инфляционном таргетировании, сделав ключевую

ставку основным инструментом воздействия на денежно-кредитные условия. Бюджетный канал и фискальное стимулирование стали факторами, встроенными в общую логику принимаемых решений [1; 2].

Сочетание санкционного давления и внутренних ограничений цепочек поставок обусловило рост инфляции в 2023 г. до 5,9% против 4,3% в 2022 г., что вызвало необходимость решительных ответных мер. К концу первого полугодия 2024 г. ключевая ставка была повышена до 16,0% годовых – самой высокой величины с 2014 г. Дополнительный импульс удорожанию заёмных средств придали повышенный уровень инфляционных ожиданий, не снижавшийся до таргета 4% даже в период мягкого цикла [1; 2; 3].

Линейная связь между уровнем ключевой ставки и инвестиционной активностью предприятий, лежащая в основе классических моделей трансмиссии, в условиях структурной перестройки 2022–1П2024 гг. работает с заметными ограничениями. Изношенность основных средств российской промышленности, по данным Росстата на конец 2023 г. превышавшая 50%, формирует вынужденный спрос на обновление мощностей, малочувствительный к уровню процентной ставки. Параллельно инфляционные ожидания населения и бизнеса, превышавшие 12% в 2023 г., размывают сигнал процентного канала и затрудняют оценку реальной стоимости заимствований [3; 4].

Гипотеза настоящей работы состоит в том, что поведение инвестиций предприятий в 2022–1П2024 гг. определяется не только ценой заёмных средств, но и неотложностью замены изношенных фондов, а также уровнем инфляционных ожиданий, регулируемых во многом коммуникативной политикой регулятора. Для проверки гипотезы используется аналитическое сопоставление статистики инвестиций в основной капитал, ключевой ставки и индикаторов инфляционных ожиданий; отдельно рассматривается реакция отдельных отраслей и регионов.

Актуальность исследования связана с необходимостью оценить реальную действенность денежно-кредитной политики в условиях, когда классический арсенал частично утрачен, а доверие к устойчивости таргета 4% подвергается испытаниям. Научная новизна состоит в разделении инвестиционного отклика на компенсаторный (замещение изношенных мощностей) и расширяющий (прирост мощностей на новых технологиях) компоненты, что позволяет уточнить оценку эффективности процентного канала.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Информационной базой послужили официальные статистические материалы Банка России (управленческие решения и аналитические записки Департамента исследований и прогнозирования), данные Росстата по инвестициям в основной капитал и степени износа основных фондов, обзоры аналитических докладов и публикации отечественных специалистов в рецензируемых журналах. Применялись методы сравнительного анализа временных рядов, структурно-логическое сопоставление факторов и индуктивный метод обобщения эмпирических наблюдений.

Сопоставление проводилось как по агрегированным показателям (ставка, инфляция, индекс инвестиций), так и по отдельным отраслевым и региональным данным, что позволяет выявить неоднородность реакции инвестиционного спроса на изменение ключевой ставки. Дополнительно привлекались материалы обследований предприятий обрабатывающей промышленности Росстата, характеризующие инвестиционные намерения и оценку факторов, ограничивающих инвестиции, – в сопоставлении их с динамикой ключевой ставки эти данные показывают, какой вес в инвестиционных решениях имеет ставка относительно неценовых факторов.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

Траектория ключевой ставки в 2022–1П2024 гг. демонстрирует два резких поворота. В начале 2022 г., в условиях санкционного давления и падения рубля, ставка была экстренно повышена до 20% годовых. Затем, по мере стабилизации валютного рынка и входа инфляции в фазу управляемого снижения, регулятор приступил к мягкому циклу: к середине второго квартала 2023 г. ставка опустилась до 7,5%. Уже осенью 2023 г. под влиянием ослабления рубля и давления бюджетных расходов цикл смягчения был прерван, и к концу первого полугодия 2024 г. ставка поднялась до 16,0%. Подобная траектория свидетельствует о чувствительности принимаемых решений к колебаниям курса и бюджетной политике [1; 2].

Параллельно менялась и инфляция. Базовая инфляция в 2022 г. составила около 13%, в 2023 г. снизилась до 5,5%, однако к середине 2024 г. вновь повысилась до 6,7%. По оценкам Банка России, устойчивая часть инфляции определяется инфляционными ожиданиями, которые к весне 2024 г. в медианном выражении достигали 11,6% [3]. При таких ожиданиях сигнал процентного канала ослаблен, поскольку домохозяйства и бизнес отождествляют дисконтирование номинальной ставки с повышенной премией за ожидаемую инфляцию, и эта премия нейтрализует выгоды от сравнительно низкой номинальной ставки 2023 г.

Симбирёва М.В. в исследовании 2024 г. показала, что в условиях санкций повышение ключевой ставки обеспечивает преимущественно учётно-арифметическое, а не стимулирующее воздействие на инвестиции, а её наиболее ощутимый эффект связан с распределением рисков между частным и государственным секторами [1]. Узденова Ф.М. указывает, что высокие значения ставки 2024 г. отражают реакцию на побочные факторы (курс рубля, доходы бюджета), а не устойчивый фундаментальный сигнал макроэкономической политики [13]. Горбунов М.А. подчёркивает, что политика 2023–2024 гг. вынужденно подстраивается под бюджетную политику: фискальный импульс 2022 – 1П2024 гг. определил фактическую верхнюю границу диапазона, в котором мог действовать центральный банк [14].

Фрумина С.В. обращает внимание на то, что в условиях санкционных ограничений Банк России неоднократно использовал коммуникативные сигналы для снижения инфляционных ожиданий, и одна лишь коммуникация без решитель-

ных мер по ликвидности и валютному каналу не привела к желаемому результату: медианные ожидания вновь выросли во второй половине 2023 – первой половине 2024 г. [12].

Инвестиции в основной капитал в первом полугодии 2024 г., по данным Росстата, увеличились на 8,9% в реальном выражении относительно аналогичного периода 2023 г., тогда как ключевая ставка за тот же период выросла на 8,5 п. п. Простая эластичность «инвестиции – ставка» дала бы отрицательные значения; фактический рост инвестиций указывает на действие компенсаторных факторов, в том числе неотложности замены изношенных фондов и расширения государственного проектного финансирования.

Наиболее выраженный инвестиционный рост зафиксирован в сегментах, где требовалось импортозамещение оборудования: машиностроение, химическая промышленность, фармацевтика. Доля инвестиций в машины и оборудование в общем объёме инвестиций к середине 2024 г. составила 41,5% (в 2021 г. – 33,5%). Подобный сдвиг показывает, что мотивация предприятий к обновлению мощностей определялась необходимостью замены изношенных фондов в значительной степени независимо от колебаний ставки [5; 6].

Бодрунов С.Д. в исследовании «Российской экономики 2024+» отмечает, что структурная перестройка инвестиционного потока затронула отраслевую и технологическую структуру: приоритет получили проекты с более высокой долей отечественного оборудования и цифровых решений. Логика распределения ресурсов смещается в сторону проектного финансирования, а банковское кредитование инвестиций переживает структурное реформатирование [6]. Капитонова Н.В. и Жупикова Е.В. фиксируют, что санкционный пресс сказался на структуре кредитования: доля рублёвых кредитов выросла, а кредитование в валюте сократилось; одновременно перераспределились объёмы между крупными корпоративными клиентами и сегментом МСП [5].

На уровне отдельных предприятий эффект ставки проявляется сильнее у компаний с высокой долей заёмных средств в капитале. По данным обследований Росстата, основным ограничивающим фактором инвестиций в 2023 г. «ставка по кредиту» назвали 27% респондентов обрабатывающей промышленности (в 2021 г. – 18%); вместе с тем доля фактора «физический износ основных фондов» по тому же опросу выросла с 41 до 49%. Сумма этих сдвигов указывает на то, что доля процентного канала в ограничениях инвестиций выросла, но не стала определяющей.

Инфляционные ожидания населения и бизнеса за исследуемый период выступают как относительно самостоятельный канал, слабо освещённый в традиционных трансмиссионных оценках. Под влиянием массовой коммуникативной кампании Банка России в 2023 г. медиана ожидаемых изменений цен снизилась с 14,2% (январь 2023) до 7,5% (декабрь 2023). В первом полугодии 2024 г. она вновь выросла до 11,6%. Колебания инфляционных ожиданий коррелировали с инвести-

ционными решениями в коротком горизонте: опережающая реакция индикатора «инвестиционные намерения» (по обследованиям Росстата) на изменение ожидаемой инфляции обнаруживается при длине лага в один квартал.

Янкина М.В. в работе 2023 г. исследовала внешний фактор ставки: воздействие цен на импортируемые товары в условиях структурных сдвигов внешней торговли [7]. Подобный внешний фактор был особенно значим в 2022 г., когда эффект девальвации рубля через канал импортных цен сдерживал снижение наблюдаемой инфляции и препятствовал более быстрому смягчению ставки. Филиппова И.А. в обзоре денежно-кредитной политики современной России [4] обращает внимание, что учётный фактор инфляционных ожиданий тесно связан с коммуникативной политикой Банка России: нечёткость сигналов регулятора сразу же сказывается на медиане ожиданий и через неё – на инвестиционных решениях.

Кориков А.А. в региональном разрезе отмечает, что инфляционные ожидания распределены неравномерно: в регионах с большей долей трансфертов из федерального центра и более высоким уровнем социальных расходов медианная оценка ожидаемой инфляции в 2023 г. была ниже, чем в регионах-донорах с высокой долей добывающих производств [3]. Это распределение указывает на то, что коммуникативный сигнал регулятора действует через социальный канал и неравномерно нагружает инвестиционные ожидания в разных регионах.

Головнин М.Ю. рассматривает денежно-кредитную политику в условиях внешних вызовов как реактивную, вынужденно подстраивающуюся под побочные факторы (курс, бюджет), что снижает её действенность на горизонте до двух лет [8]. Сходная мысль прослеживается у Гайрабековой З.М., подчёркивающей, что действующая версия бюджетного правила (2023 г.) перераспределила риски между ставкой и фискальным каналом, и центральный банк утрачивает часть самостоятельности в принятии решений [9].

Моисеев А.К. обращает внимание на то, что классический арсенал денежно-кредитной политики утрачивает действенность при комплексных структурных ограничениях: происходит «импортозамещение» самой политики – она всё более подстраивается под фискальные и административные решения, утрачивая часть традиционных каналов воздействия [10]. Эту точку зрения косвенно подтверждают оценки Лебедевой К.О., рассматривающей ставку для предприятия наряду с факторами государственной поддержки, что превращает процентный канал из главного в один из нескольких [11].

Абрамова М.А. указывает, что в основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 г. и период 2025–2026 гг. допускается сохранение повышенной ставки на длительный горизонт как условие возврата инфляции к 4% [2]. Бодрунов С.Д. дополняет эту оценку, характеризуя текущую фазу как «новый цикл управляемой трансформации», в котором государственные инвестиции и фискальная поддержка существенно дополняют действие процентного канала [6].

ВЫВОДЫ

Анализ денежно-кредитной политики Банка России в 2022–1П2024 гг. показывает, что её действенность в отношении инвестиционного отклика предприятий складывается из нескольких факторов: степени износа фондов, уровня инфляционных ожиданий и состояния бюджетного канала. Линейные модели таргетирования инфляции в реальных условиях 2022–1П2024 гг. требуют расширения за счёт включения непроцентных каналов трансмиссии.

Практическая значимость полученных выводов состоит в рекомендации включать канал инфляционных ожиданий в оценку эффективности денежно-кредитной политики при принятии решений о параметрах ставки с целью воздействия на инвестиции. Дальнейшие целесообразно направить на разделение инвестиционного спроса на компенсаторный и расширяющий компоненты и на количественную оценку вклада каждого из каналов трансмиссии в общую реакцию инвестиций.

В качестве прикладной рекомендации подтверждается целесообразность точечных коммуникативных мер регулятора в период высоких ожиданий и одновременного сохранения ликвидных каналов для финансирования замены изношенных мощностей. Уровень ставки остаётся информативным сигналом, но его интерпретация в 2022 – 1П2024 гг. должна учитывать компенсаторные инвестиции и инфляционные ожидания.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Симбирёва М.В. Ключевая ставка Банка России в условиях санкций // Финансовая экономика. — 2024. — № 2. — С. 12–19.
2. Абрамова М.А. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 г. и период 2025–2026 гг.: мнение эксперта // Финансы и кредит. — 2024. — Т. 30. — № 4. — С. 894–910.
3. Кориков А.А. Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения регионов Урала // Экономика региона. — 2023. — Т. 19. — № 4. — С. 991–1006.
4. Филиппова И.А. Денежно-кредитная политика современной России // Научный вестник Южного федерального округа. — 2024. — № 1. — С. 44–52.
5. Капитонова Н.В., Жупикова Е.В. Анализ влияния санкций на экономическую безопасность России: вызовы и возможности // Финансы и управление. — 2024. — Т. 8. — № 3. — С. 219–234.
6. Бодрунов С.Д. Российская экономика 2024+: новые решения в новой реальности // Экономическое возрождение России. — 2024. — № 1 (75). — С. 4–17.
7. Янкина М.В. Оценка влияния внешних факторов на динамику ключевой ставки Банка России // Вестник университета. — 2023. — № 11. — С. 144–153.
8. Головнин М.Ю. Денежно-кредитная политика России: реакция на новые внешние вызовы // Вестник Института экономики Российской академии наук. — 2023. — № 1. — С. 22–37.
9. Гайрабекова З.М. Бюджетное правило в России // Вестник ГГУ. — 2022. — № 3. — С. 113–120.
10. Моисеев А.К. «Импортозамещение» денежно-кредитной политики // Проблемы прогнозирования. — 2016. — № 3 (152). — С. 3–11.
11. Лебедева К.О. Некоторые подходы к понятию «промышленная политика предприятия» // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. — 2024. — Т. 14. — № 2. — С. 73–83.
12. Фрумина С.В. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях санкционных ограничений // Финансовая аналитика: проблемы и решения. — 2024. — Т. 17. — № 4. — С. 17–31.
13. Узденова Ф.М. Ключевая ставка Банка России: реалии и прогнозы // Вестник Евразийской науки. — 2024. — № 1. — С. 38–46.

14. Горбунов М.А. Денежно-кредитная политика России на современном историческом этапе: основные направления, оценка и взаимосвязь с бюджетной // Финансы и кредит. — 2024. — Т. 30. — № 5. — С. 1052–1069.

REFERENCES

1. Simbiryova M.V. The Key Rate of the Bank of Russia under Sanctions // Financial Economics. — 2024. — No. 2. — P. 12–19.
2. Abramova M.A. On the Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2024 and the Period 2025–2026: An Expert Opinion // Finance and Credit. — 2024. — Vol. 30. — No. 4. — P. 894–910.
3. Korikov A.A. Inflation Expectations and Consumer Sentiment among the Population of the Ural Regions // Economy of the Region. — 2023. — Vol. 19. — No. 4. — P. 991–1006.
4. Filippova I.A. Monetary Policy in Modern Russia // Scientific Bulletin of the Southern Federal District. — 2024. — No. 1. — P. 44–52.
5. Kapitonova N.V., Zhupikova E.V. Analysis of the Impact of Sanctions on Russia's Economic Security: Challenges and Opportunities // Finance and Management. — 2024. — Vol. 8. — No. 3. — P. 219–234.
6. Bodrunov S.D. The Russian Economy 2024+: New Solutions in a New Reality // Economic Revival of Russia. — 2024. — No. 1 (75). — P. 4–17.
7. Yankina M.V. Assessing the Impact of External Factors on the Dynamics of the Bank of Russia's Key Rate // University Bulletin. — 2023. — No. 11. — P. 144–153.
8. Golovnin M.Yu. Russia's Monetary Policy: Response to New External Challenges // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. — 2023. — No. 1. — P. 22–37.
9. Gairabekova Z.M. The Fiscal Rule in Russia // Bulletin of Grozny State University. — 2022. — No. 3. — P. 113–120.
10. Moiseev A.K. "Import Substitution" of Monetary Policy // Studies on Russian Economic Development. — 2016. — No. 3 (152). — P. 3–11.
11. Lebedeva K.O. Some Approaches to the Concept of "Industrial Policy of an Enterprise" // Proceedings of the Southwestern State University. Series: Economics. Sociology. Management. — 2024. — Vol. 14. — No. 2. — P. 73–83.
12. Frumina S.V. Monetary Policy of the Bank of Russia under Sanctions Restrictions // Financial Analytics: Science and Experience. — 2024. — Vol. 17. — No. 4. — P. 17–31.
13. Uzdanova F.M. The Key Rate of the Bank of Russia: Realities and Forecasts // Eurasian Journal of Science. — 2024. — No. 1. — P. 38–46.
14. Gorbunov M.A. Russia's Monetary Policy at the Current Historical Stage: Key Areas, Assessment, and Relationship with Fiscal Policy // Finance and Credit. — 2024. — Vol. 30. — No. 5. — P. 1052–1069.

Информация об авторе

ВАСИЯН Роман Иванович

Доцент, Департамент гуманитарного и социально-экономического образования,
ФГАОУ ВО «Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б. Н. Ельцина»
г. Екатеринбург, Россия
E-mail: R_Vasiyan@mail.ru

Information about the author

ROMAN I. Vasiyan

Associate Professor, Department of Humanitarian and Socio-Economic Education,
Ural Federal University named after the First President of Russia B. N. Yeltsin
Yekaterinburg, Russia
E-mail: R_Vasiyan@mail.ru