

ФИНАНСЫ

М.Ю. ГОЛОВНИН

доктор экономических наук, член-корреспондент РАН,
директор ФГБУН Институт экономики РАН

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА РОССИИ: РЕАКЦИЯ НА НОВЫЕ ВНЕШНИЕ ВЫЗОВЫ

Под воздействием внешних шоков в 2022 г., прежде всего беспрецедентных санкций в отношении российской экономики, основными вызовами для денежно-кредитной политики стали резко увеличившиеся темпы инфляции и краткосрочное падение валютного курса, необходимость сохранения нормального функционирования банковской системы и поддержание экономической активности. Меры, предпринимавшиеся Центральным банком: резкое повышение процентной ставки и ее последующее постепенное снижение, регуляторные послабления для банков, валютные ограничения, – позволили преодолеть возникшие вызовы в краткосрочном плане. Для выстраивания новой модели экономического роста в средне- и долгосрочном периоде необходимо использование мер денежно-кредитной политики в рамках согласованного с бюджетно-налоговой политикой и регулированием финансовых рынков механизма для содействия структурной перестройке российской экономики; продолжение использования мер валютного регулирования, нацеленных на содействие развитию национальной экономики; выработка новых инструментов регулирования валютного курса; выработка новых подходов к регулированию обращения цифровых валют.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, экономические санкции, инфляция, денежные агрегаты, банковская система, валютный курс.

УДК: 338.23, 336.71, 336.74

EDN: BOE1AH

DOI: 10.52180/2073-6487_2023_1_7_20

В 2022 г. экономика России столкнулась с беспрецедентными санкциями со стороны западных стран и их союзников, которые стали новым мощным внешним шоком для российской экономики. На денежно-кредитную сферу и банковскую систему страны повлияли в первую очередь финансовые санкции. Среди них следует выделить меры, введенные в отношении Центрального банка Российской Федерации

(замораживание валютных резервов, запрет на операции с золотом из международных резервов); крупнейших российских банков (замораживание их активов за рубежом, отсечение от международной платежной системы SWIFT, фактическое перекрытие возможностей привлечения финансирования из-за рубежа); портфельных инвестиций за рубежом (фактическое замораживание иностранных активов в ценных бумагах, в том числе в результате санкций в отношении Национального расчетного депозитария); притока наличной иностранной валюты (запрет на экспорт наличных долларов и евро в Россию).

Еще одним важным внешним шоком для российской экономики в 2022 г. была ускорившаяся глобальная инфляция. Рост темпов инфляции имел место еще в 2021 г. под воздействием сверхмягкой денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, проводившейся для преодоления глобального экономического кризиса 2020 г. [1, с. 102–103]. Правда, в 2022 г. сформировались и новые факторы роста темпов глобальной инфляции, связанные с ростом цен на мировых товарных рынках, в том числе и вследствие санкций в отношении России. В то же время именно это повышение цен на основные товары отечественного экспорта можно отметить как положительный внешний шок для российской экономики в 2022 г.¹

В данной статье мы рассмотрим влияние санкций со стороны западных стран, а также других внешних вызовов, действовавших в 2022 г., на денежно-кредитную и валютную сферы России, меры реагирования на них со стороны Центрального банка и сформулируем предложения по совершенствованию денежно-кредитной политики и связанных с ней инструментов экономической политики для более эффективного реагирования на эти вызовы в средне- и долгосрочной перспективе.

Денежно-кредитная и валютная сфера в условиях новых вызовов

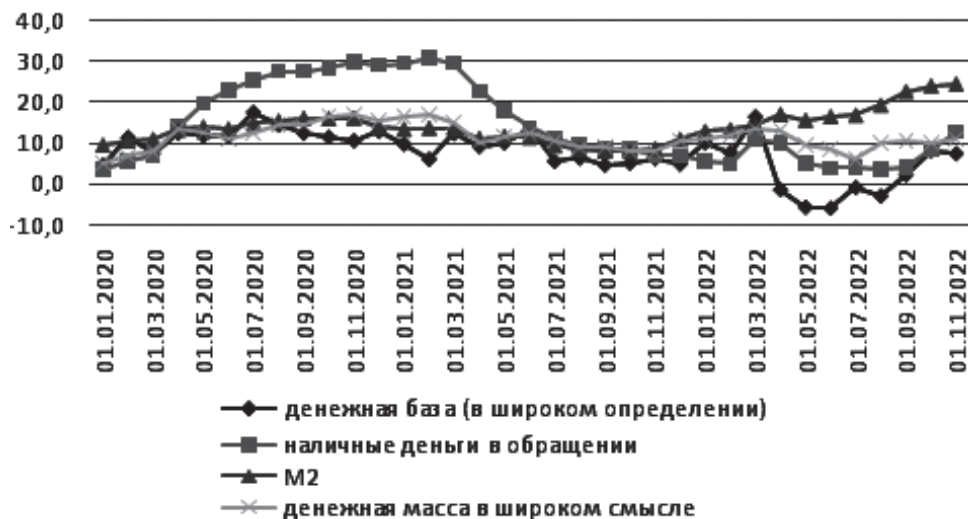
Одним из ключевых последствий внешних шоков в денежно-кредитной сфере в 2022 г. стала ускорившаяся весной *инфляция*. Высокий инфляционный фон сохранялся еще с 2021 г., когда в мировой экономике стали проявляться последствия сверхмягкой денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, проводившейся в 2020–2021 гг. ведущими промышленно развитыми странами. После февраля 2022 г. ситуацию усугубили проблемы, связанные с ростом неопределенности относительно динамики совокупного предложения в России

¹ Хотя говорить об этом шоке исключительно как о внешнем не приходится, принимая во внимание позиции России как «большой экономики» на отдельных мировых товарных рынках [2, с. 221–222].

под воздействием санкций, а также краткосрочный шок от падения валютного курса рубля. В результате с конца февраля по апрель 2022 г. темп инфляции резко увеличился, достигнув максимума 17,8% в годовом выражении в апреле (по отношению к апрелю предыдущего года), после чего инфляция стала постепенно замедляться до 12,6% в октябре 2022 г. [3, с. 1]. Существенную роль в снижении темпа инфляции сыграли укрепление рубля, резкое краткосрочное ужесточение денежно-кредитной политики в марте-апреле 2022 г. и постепенное восстановление импорта, позволившее «расшить узкие места» на внутреннем рынке. Наряду с этим, по всей видимости, важную роль сыграло регулирование цен, о чем свидетельствуют более высокие темпы роста базовой инфляции по сравнению с общей, особенно явно наблюдавшиеся весной 2022 г. Еще одним дезинфляционным фактором стало сокращение потребительского спроса [4, с. 17].

Глобальные инфляционные тенденции в меньшей степени стали влиять на инфляцию в России после февраля 2022 г., поскольку оказались нарушены каналы переноса ценового эффекта, связанные с внешней торговлей. В этом отношении воздействие внешних шоков на Россию ослабло. В частности, это проявилось в замедлении темпов роста цен в России летом 2022 г., тогда как глобальная инфляция в этот период продолжала ускоряться.

Следует отметить, что динамика денежных агрегатов явно не была причиной высокой инфляции весной 2022 г. (см. рис. 1). Тем не менее темпы прироста денежной массы $M2$ (в национальном определении) достаточно устойчиво ускорялись с конца 2021 г. до марта 2022 г. и в III квартале 2022 г. При этом динамика денежной базы после некоторого роста в начале 2022 г. ушла в отрицательную область до конца лета 2022 г. Показательно, что на фоне общей тенденции замедления темпов роста наличных денег, наблюдавшихся с постковидного периода, имели место пики, связанные с увеличением использования наличности (в начале спецоперации и частичной мобилизации). В результате доля наличных денег в денежной массе в широком смысле выросла с 15,8% на начало 2022 г. до 16,9% на начало ноября 2022 г. Вместе с тем значительный рост денежного агрегата $M2$ до осени 2022 г. обеспечивался главным образом ростом депозитов в национальной валюте. Наконец, особого внимания заслуживает динамика депозитов в иностранной валюте. В результате введенных Центральным банком ограничений средства с валютных счетов были сняты и переведены в наличную иностранную валюту, либо остались заморожены на них (в части, превышающей доступный для снятия лимит). Как следствие эффектов снятия средств и укрепления рубля доля депозитов в иностранной валюте в денежной массе в широком смысле снизилась с 20,9% в начале 2022 г. до 12,7% к 1 ноября 2022 г.



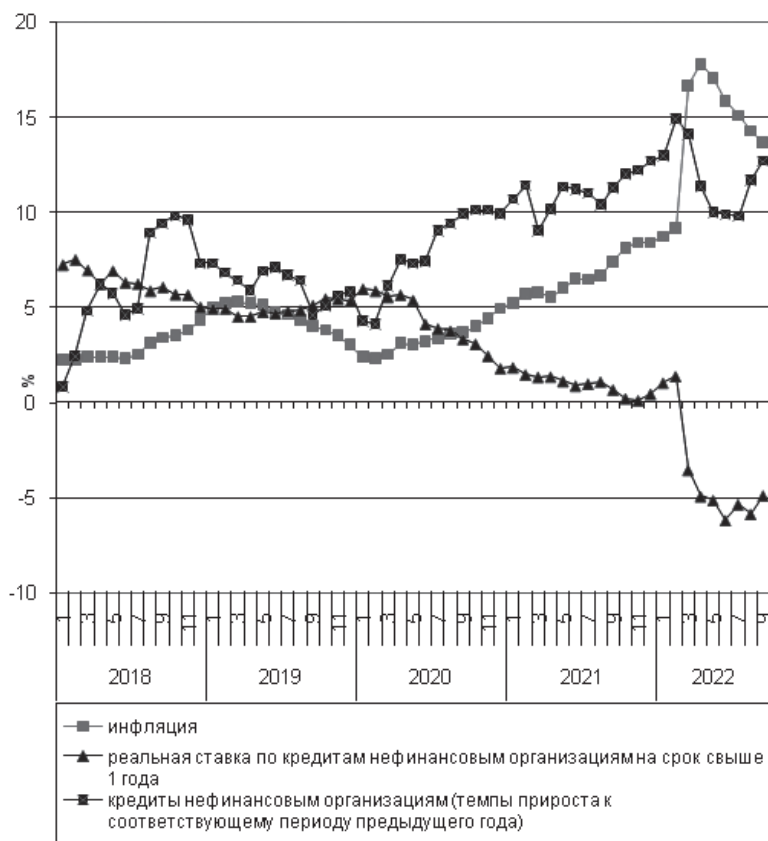
Источник: рассчитано автором по: данные Банка России. http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/dkfs.

Рис. 1. Темпы прироста основных денежных агрегатов (в % к соответствующему периоду предыдущего года)

На тенденции в денежно-кредитной сфере повлияли жесткие санкции, введенные в отношении крупнейших *российских банков*², большинство из которых контролируются государством. Замораживание внешних активов крупнейших российских банков, отсечение от внешних источников финансирования и отток средств из вкладов в первые недели марта 2022 г. создали угрозу системного банковского кризиса, однако благодаря действиям Центрального банка его удалось избежать. Приток средств на вклады возобновился в результате повышения процентной ставки Банком России, а поддержка с его стороны и благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура способствовали увеличению уровня ликвидности в банковском секторе.

Весной 2022 г. произошло сокращение кредитования банками юридических и физических лиц. Свою роль здесь сыграло и повышение процентной ставки Центральным банком, и увеличение общего уровня неопределенности. При этом даже в условиях перехода к отрицательным реальным процентным ставкам быстрого восстановления кредитной активности не произошло (см. рис. 2), месячные темпы роста корпоративных кредитов начали увеличиваться лишь в августе-сентябре 2022 г.

² 12 банков, контролирующих около 60% активов банковской системы России, находятся под наиболее жесткими, блокирующими санкциями [5, с. 18].



Источник: составлено и рассчитано автором по: данные Банка России. <https://cbr.ru/analytics/dkp/dinamic/>; https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/; https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review.

Рис. 2. Динамика процентных ставок и кредитов реальному сектору экономики в 2018–2022 гг.

Среди положительных тенденций можно отметить стабилизацию объема ссудной задолженности населения, тогда как в предыдущие годы кредитная нагрузка на население возрастала и на начало 2022 г. отношение кредитов, полученных физическими лицами, к денежным доходам населения достигло 35,2%. Сокращение кредитования населения в 2022 г. затронуло в первую очередь именно высокорискованный сегмент необеспеченного потребительского кредитования. В то же время отчасти эта позитивная тенденция компенсируется ростом числа выпущенных кредитных карт, на которые, по оценкам, приходится 12–13% просроченной задолженности [5, с. 26–27]. Кроме того, увеличение кредитования населения возобновилось осенью 2022 г., главным образом в результате роста предоставления ипотечных кредитов, но также и за счет сегмента необеспеченного кредитования.

Если поддержание работы банковской системы в 2022 г. удалось в целом сохранить, то по *рынку ценных бумаг* России, развитие которого играет важную роль для диверсификации трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики, санкции нанесли гораздо более существенный удар. Следует заметить, что до 2022 г. важную роль в развитии российского рынка ценных бумаг играли нерезиденты. Так, на внутреннем рынке государственных облигаций на 1 февраля 2022 г. их доля составляла 19,1%, а на пике присутствия нерезидентов (начало апреля 2018 г. и начало марта 2020 г.) достигала 35%³. На рынке акций эта доля составляла около 40–50% даже в период санкций после 2014 г.

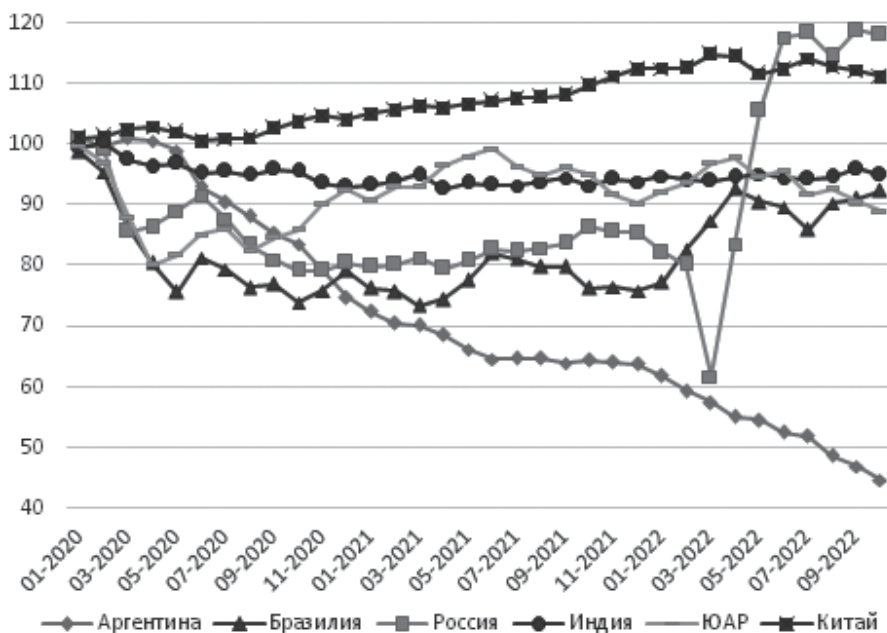
Объем рынка корпоративных облигаций по непогашенному номиналу сократился с 1 февраля по 1 июля 2022 г. на 1 трлн руб. (с 17 до 16 трлн руб.). Однако затем рост рынка возобновился и к 1 октября 2022 г. почти достиг докризисных показателей (16,8 трлн руб. [6, с. 6]). Ситуация на фондовом рынке была гораздо менее благополучной. Индекс МосБиржи, который с уже ноября 2021 г. находился в нисходящем тренде, испытал резкое падение весной 2022 г. При этом общая тенденция снижения индекса продолжалась до начала октября этого года. За период с начала 2022 г. индекс потерял более 50% стоимости на фоне значительного сокращения объемов торгов⁴. На этом фоне происходил рост доли физических лиц в объеме торгов на фондовом рынке с 40–50% в начале года до 70–80% к концу сентября 2022 г. [6, с. 6]. С одной стороны, это усиливало базу отечественного капитала на рынке, но, с другой – увеличивало риски, поскольку физические лица зачастую не являются профессиональными инвесторами.

Динамика *валютного курса* в 2022 г. отличалась значительной волатильностью. Первоначальное резкое обесценение российского рубля после введения западных санкций (в конце февраля – первой половине марта 2022 г.) сменилось его достаточно быстрым укреплением, причем до уровней, превышающих имевшие место до февраля 2022 г. На протяжении всего года динамика валютного курса в России отличалась волатильностью даже на фоне других стран с формирующимися рынками (см. рис. 3).

Первоначальное резкое падение валютного курса объяснялось масштабом внешних шоков, с которыми столкнулась российская экономика, и высоким уровнем неопределенности. Гораздо менее ожидаемым стало дальнейшее резкое укрепление рубля, вызванное как принятыми мерами экономической политики, так и благоприятными внешними условиями, связанными с высокими ценами на энергоносители.

³ По данным Банка России. https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/.

⁴ <https://www.moex.com/ru/index/ИМОЕХ/technical/>.



Источник: рассчитано автором по: данные Банка международных расчетов (<https://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=2676>).

Рис. 3. Динамика номинального эффективного валютного курса в странах с формирующимися рынками в 2020–2022 гг. (декабрь 2019 г. = 100)

Следует отметить, что под прямым воздействием санкций и в результате косвенных эффектов от их введения приток капитала в российскую экономику во II квартале 2022 г. практически прекратился. Отток капитала шел как по статьям актива финансового счета платежного баланса, так и по пассивным статьям: прямым инвестициям (уход иностранных компаний из России), портфельных инвестиций (стремление избавиться от российских ценных бумаг, пока это было возможно) и прочих инвестиций (снятие средств нерезидентами со счетов в российских банках). Некоторый приток средств в страну наблюдался по линии сокращения активов по прямым и портфельным инвестициям. В результате, по оценке, чистый отток капитала по линии частного сектора в первом полугодии 2022 г. составил около 130 млрд долл.⁵

Резкое укрепление курса рубля (в середине марта — конце июня 2022 г. выше докризисных значений) было вызвано главным образом высоким уровнем цен на нефть и положительным сальдо внешней торговли. При этом возможности негативного воздействия на валютный курс со стороны спекулятивных потоков капитала были существенно

⁵ <https://pravo.ru/news/242610/?ysclid=lbml3qwnu5331851117>.

ограничены как со стороны внешнего мира (финансовые санкции), так и со стороны России (ужесточение валютного регулирования).

Следует также отметить общее сокращение объемов торгов на биржевом валютном рынке России по сравнению с началом 2022 г. и изменение их структуры по валютным парам: от преобладания пары рубль–доллар США к существенному увеличению объемов торгов (с июня 2022 г.) в валютной паре рубль–китайский юань. Влияние этих изменений на валютный курс рубля неоднозначно: с одной стороны, более мелкий рынок легче контролировать регулятору, с другой – он более волатилен.

Денежно-кредитная политика России в 2022 г.

Процентная политика Центрального банка является основной составляющей денежно-кредитной политики России при действующем режиме инфляционного таргетирования. В условиях воздействия беспрецедентных внешних шоков Банк России пошел в самом конце февраля 2022 г. на резкое повышение ключевой процентной ставки с 9,5 до 20%.

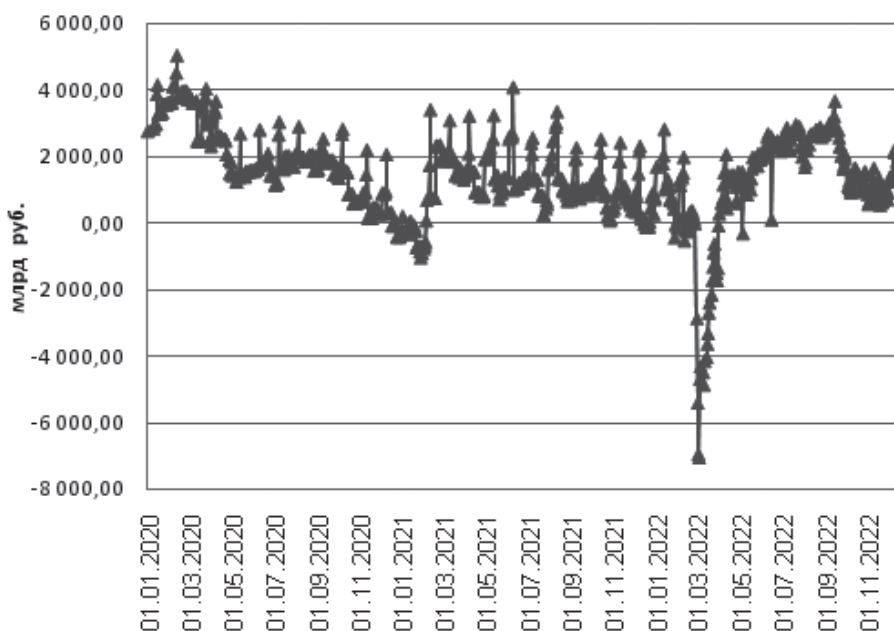
Основным аргументом в пользу подобного шага можно назвать необходимость предотвращения раскручивания инфляционной спирали. В качестве дополнительного аргумента выступало создание стимулов для возвращения средств населения на депозиты, которые стали активно изыматься из банковской системы в последнюю неделю февраля 2022 г. Приведенный выше анализ показывает, что обе поставленные цели были достигнуты. При этом повышение процентной ставки не могло решить задачи стабилизации валютного курса в силу ограничений на трансграничное движение капитала как со стороны России, так и в связи с санкционной политикой недружественных стран.

Тем не менее ряд экспертов критиковали столь резкое повышение процентной ставки, оказавшее негативное влияние на кредитную активность. Однако, справедливости ради, отметим, что кредитную активность сдерживали на начальном этапе развития кризиса не только факторы, связанные с процентной политикой, а Банк России параллельно применил ряд мер, направленных на поддержку процесса кредитования (см. ниже).

Последующая процентная политика Центрального банка была направлена на постепенное снижение ставки, что позволило существенно смягчить кредитные условия в экономике. К началу декабря 2022 г. ключевая ставка была снижена до уровня 7,5%.

Отдельного упоминания заслуживают *меры Банка России, направленные на устранение дефицита ликвидности банковского сектора России, возникшего в конце февраля 2022 г. и продолжавшегося до*

конца марта (см. рис. 4). К числу этих мер относилось использование инструментов «тонкой настройки», расширение Ломбардного списка [7, с. 41], а также снижение норматива обязательного резервирования с 3 марта 2022 г. до 2%⁶. Однако вслед за возвращением к структурному профициту ликвидности нормативы обязательных резервов по обязательствам в рублях и иностранной валюте с 1 августа 2022 г. были повышены до 3 и 5% соответственно.



Источник: составлено автором по: данные Банка России. https://cbr.ru/hd_base/bliquidity/.

Рис. 4. Структурный профицит/дефицит ликвидности в российском банковском секторе в 2020–2022 гг., млрд руб.

Для поддержания банковской системы и кредитования российской экономики Банк России ввел ряд смягчающих регуляторных мер и мер макропруденциальной политики. Кроме того, были запущены льготные программы кредитования для отдельных категорий юридических и физических лиц (например, для системообразующих компаний и малых и средних предприятий, для населения – ипотечное креди-

⁶ Был установлен унифицированный норматив, за исключением норматива по обязательствам перед физическими лицами для банков с базовой лицензией (1%), тогда как до этого действовали дифференцированные нормативы по обязательствам в рублях (4,75%) и в иностранной валюте (8%). Однако следует отметить, что с 1 мая были вновь введены дифференцированные нормативы (по обязательствам в иностранной валюте значение норматива было повышено до 4%).

тование). С сентября 2022 г. дополнительно были выпущены рекомендации Банка России по реструктуризации кредитной задолженности мобилизованных граждан и членов их семей, а в октябре 2022 г. были приняты два закона о кредитных каникулах для участников СВО, членов их семей и МСП, находящихся в собственности мобилизованных граждан [7, с. 44].

Способствуя поддержанию кредитной динамики, регуляторные послабления вместе с тем создают риски ухудшения качества кредитных портфелей банков. По оценкам Ассоциации банков России, на начало июля 2022 г. доля корпоративных заемщиков, имеющих просроченную задолженность, в общем числе заемщиков составляла 13,5% [5, с. 24].

Показательно, что в 2022 г. Центральный банк приостановил практику отзыва банковских лицензий и сокращения количества действующих кредитных организаций. В условиях новых внешних шоков стала очевидна необходимость наличия мелких и средних банков, которые, не подпадая под санкции, могут занять ряд ниш, недоступных крупным подсанкционным банкам.

Банк России вместе с Правительством РФ весной 2022 г. ввел *валютные ограничения*, впервые отреагировав подобным образом на негативные внешние шоки в XXI в. В числе ограничений было установление норматива по обязательной продаже экспортной валютной выручки (первоначально – на уровне 80%, с 24 мая он был понижен до 50%, а с 10 июня отменен), а также меры, направленные на сдерживание оттока капитала.

В части внутренних валютных операций на период до 9 сентября 2022 г. был введен запрет на продажу наличной иностранной валюты гражданам (впоследствии он был продлен, хотя и с некоторыми послаблениями), а также была ограничена выдача иностранной валюты с действующих вкладов суммой в 10 тыс. долл. США. Тем самым, как мы отмечали выше, фактически часть вкладов в банковской системе оказалась заморожена.

Введение валютных ограничений на трансграничное движение капитала, с одной стороны, создает пространство возможностей для более активного регулирования валютного курса, но, с другой стороны, в результате замораживания значительной части валютных резервов Центральный банк крайне ограничен в проведении активной валютной политики. Кроме того, в условиях провозглашенной задачи дедолларизации (и в неявной форме – деевроизации) возникает вопрос: к какой валюте регулировать курс рубля?

При этом в условиях возникающего периодического давления на курс рубля в сторону повышения Центральный банк фактически ослабляет меры валютного регулирования [8, с. 67].

Одним из ключевых рисков для денежно-кредитной политики является риск ускорения инфляции. В России инфляция традиционно тесно связана с динамикой валютного курса, которая может сменить свой тренд под воздействием постепенного восстановления импорта, и особенно при сокращении российского экспорта. Как ни парадоксально, но в том же направлении (повышения инфляции) может действовать сокращение импорта из третьих стран под воздействием усиления санкционного давления (угрозы применения вторичных санкций) и, как следствие, усиления ограничений в отношении совокупного предложения.

В то же время существует и обратный риск чрезмерной дезинфляции. Банк России в своих программных документах настойчиво декларирует возвращение к целевому темпу инфляции (4%) в 2024 г. Однако, как мы отмечали, сейчас происходит общее изменение глобального инфляционного фона и явно преждевременно говорить о равновесном темпе инфляции для стран с формирующимися рынками в 2024 г. Вместе с тем, в силу стоящих перед экономикой России новых задач (прежде всего структурной перестройки национальной экономики), темп инфляции, который может сложиться с учетом их выполнения, вполне может оказаться в среднесрочной перспективе на несколько процентных пунктов выше заявленной цели Банка России.

Предложения по совершенствованию денежно-кредитной политики

Краткосрочные задачи преодоления первого удара внешних шоков были достаточно успешно решены мерами денежно-кредитной политики в 2022 г. Проанализируем теперь, насколько ее действующая модель способна справиться со средне- и долгосрочными вызовами для российской экономики.

Основным таким вызовом, на наш взгляд, является структурная перестройка российской экономики и связанная с ней задача обеспечения технологического суверенитета. Для решения этих задач необходима оценка возможностей замещения критического импорта для российской экономики и на ее основе концентрация ресурсов (реальных и финансовых) на развитии производств, обеспечивающих бесперебойное функционирование экономики.

Решение задачи концентрации финансовых ресурсов носит неординарный характер и требует согласованного проведения бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики, а также политики развития финансовых рынков. При этом в сложившейся ситуации данная задача не может быть решена исключительно с помощью рыночных механизмов. Центральную роль в ее решении призвана сыграть

именно бюджетно-налоговая политика. Денежно-кредитная политика может обеспечить поддержку ликвидностью за счет включения в Ломбардный список ЦБ РФ или даже приобретения на баланс Центрального банка в ограниченном объеме отдельных видов финансовых активов (например, целевых структурных облигаций). Политика по развитию внутреннего финансового рынка должна быть направлена на выстраивание новой его модели с опорой на внутреннего инвестора, которая, по крайней мере в среднесрочной перспективе, будет нацелена на решение структурных задач в экономике. Важную роль здесь могут сыграть налоговые механизмы стимулирования вложений в финансовые инструменты, эмитенты которых относятся к приоритетным отраслям. Кроме того, развитие финансовых рынков на новых принципах должно способствовать налаживанию работы новых каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Возможно привлечение на российский финансовый рынок инвесторов из дружественных стран, но при этом должны формироваться механизмы, препятствующие созданию новых финансовых пузырей на основе иностранного капитала. Это требует дальнейшего отлаживания механизма валютного регулирования, который также может способствовать решению задач структурной перестройки.

В области денежно-кредитной политики важно, с одной стороны, не допустить нового раскручивания инфляционной спирали, а с другой – активизировать роль этой составляющей экономической политики в решении задач экономического развития страны. Требуется проработка вопроса ограниченного приобретения активов финансовых институтов, нацеленных на содействие структурной перестройке экономики (существующих банков развития или создаваемых новых институтов), на баланс Центрального банка (или, по крайней мере, их включения в Ломбардный список). При этом временное отклонение от цели по инфляции в 4% (при некотором снижении и стабилизации темпа инфляции) не должно вызывать ужесточения денежно-кредитной политики. Тем более что в новых для мировой экономики условиях более высокого темпа инфляции неочевидно, что произойдет возвращение к старым целевым ориентирам по ценовой динамике.

В области регулирования валютного курса важно разработать новые инструменты (с учетом имеющихся ограничений на использование международных резервов). Вряд ли создание нового бюджетного правила можно считать подходящим инструментом, поскольку оно существенно ограничивает возможности бюджетно-налоговой политики. Одним из таких инструментов, который уже начал использоваться в 2023 г., стали интервенции Центрального банка РФ в китайских юанях. При этом к процессу снятия введенных валютных ограничений следует подходить осторожно, чтобы не вызвать дестабилизацию в валютной сфере.

Важным направлением решения проблем в области повышения эффективности расчетов, в первую очередь международных, может стать развитие процессов цифровизации финансов и использование цифровых валют. Банк России постепенно меняет свою позицию в сторону того, чтобы разрешить использование частных цифровых валют во внешних расчетах при одновременном запрещении их обращения внутри страны. Создание подобных ограничений по обращению этих валют неизбежно создаст дополнительные проблемы для Центрального банка. Кроме того, в ближайшей перспективе должен появиться во внутреннем обращении цифровой рубль, что приведет к формированию дополнительных вызовов для проведения денежно-кредитной политики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Головин М.Ю. Вызовы для посткризисного восстановления в мировой экономике со стороны экономической политики ведущих развитых стран // Научные труды Вольного экономического общества. 2021. Т. 231. С. 94–108. DOI: 10/38197/2072-2060-231-5-93-108.
2. Ушкалова Д.И. Внешняя торговля России в условиях санкционного давления // Журнал Новой экономической ассоциации. 2022. № 3(55). С. 218–226. DOI: 10.31737/2221-2264-2022-55-3-14.
3. Динамика потребительских цен. Информационно-аналитический комментарий. 2022. № 10. Банк России, 2022.
4. Перевышин Ю.Н., Трунин П.В. Денежно-кредитная политика и инфляция в июле 2022 г. // Экономическое развитие России. 2022. Т. 29. № 8. С. 15–20.
5. Банки и инфраструктура финансового рынка в условиях современных вызовов. Информационно-аналитическое обозрение. Сентябрь 2022. М.: Ассоциация банков России, 2022. https://asros.ru/upload/iblock/258/q128tt2v80znkxvdchhwjzhex5h64m6u/Analiticheskie-materialy-k-Forumu-v-Kazani_sentyabr-2022-na-sai_t.pdf.
6. Обзор рисков финансовых рынков. М.: Банк России. 2022, сентябрь. № 9(67). 2022.
7. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов. Одобрено Советом директоров Банка России 01.11.2022 г. М.: Банк России, 2022.
8. Клепач А.Н. Макроэкономика в условиях гибридной войны. Научные труды ВЭО России. 2022. Т. 235. С. 63–78. DOI: 10.38197/2072-2060-2022-235-3-63-78.

REFERENCES

1. Golovnin M. Yu. Challenges from Economic Policies in Leading Countries for Post-Crisis Recovery in Global Economy. Scientific Works of the Free Economic society of Russia. 2021. Vol. 231. Pp. 94–108. DOI:10/38197/2072-2060-231-5-93-108. (In Russ.).
2. Ushkalova D. I. Russia's foreign trade under sanctions pressure // Journal of The New Economic Association 2022. Vol. 3 (55). Pp. 218–225. DOI: 10.31737/2221-2264-2022-55-3-14. (In Russ.).
3. Dynamics of consumer prices. Informational and analytical commentary. 2022. No. 10. Bank of Russia, 2022. (In Russ.).

4. *Perevyshin Y.N. Trunin P.V.* Monetary Policy and Inflation in July 2022. Russian Economic Developments. 2022. Vol. 29. No. 8. August 2022. Pp. 15–20. (In Russ.).
5. Banks and financial market infrastructure in the context of modern challenges. Information and analytical review. September 2022. М.: Association of Banks of Russia, 2022. https://asros.ru/upload/iblock/258/q128tt2v80zknxvdchhwjzhex5h64m6u/Analiticheskie-materialy-k-Forumu-v-Kazani_sentyabr-2022-na-sai_t.pdf. (In Russ.).
6. Overview of financial market risks. No. 9(67). September 2022. Bank of Russia, 2022. (In Russ.).
7. The main directions of the unified state monetary policy for 2023 and the period 2024 and 2025. Approved by the Board of Directors of the Bank of Russia on 01.11.2022, Moscow: Bank of Russia, 2022. (In Russ.).
8. *Klepach A.N.* Macroeconomics in the Context of a Hybrid War. Scientific Works of the Free Economic society of Russia. 2022. Vol. 235. Pp. 63–78. DOI: 10.38197/2072-2060-2022-235-3-63-78. (In Russ.).

Дата поступления рукописи: 01.02.2023 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

Головнин Михаил Юрьевич – доктор экономических наук, член-корреспондент РАН, директор ФГБУН Институт экономики Российской академии наук, Москва, Россия
mg-inecon@mail.ru

ABOUT THE AUTHOR

Golovnin Mikhail Yu. – Corresponding member of the Russian Academy of Sciences, Dr. Sci. (Econ.), Director of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
mg-inecon@mail.ru

MONETARY POLICY IN RUSSIA: REACTION TO NEW EXTERNAL CHALLENGES

Under the influence of new external shocks, primarily unprecedented sanctions against the Russian economy, the main challenges for the monetary policy were sharply increased inflation rates and a short-term depreciation of the ruble exchange rate, the need to maintain the normal functioning of the banking system and to support economic activity. In 2022 the Central Bank of Russia undertook several important measures, such as a sharp increase in the interest rate and its subsequent gradual decrease, regulatory easing for banks, and foreign exchange restrictions, which made it possible to overcome the above challenges in the short term. To build a new model of economic growth in the medium and long term, it is necessary to create the new framework combining measures of monetary and fiscal policy and regulation of financial markets in order to promote the structural changes in the Russian economy; to continue using foreign exchange regulation measures adjusting them to promote the development of the national economy; to develop new instruments for regulating the exchange rate and new approaches to regulating the circulation of digital currencies.

Keywords: *monetary policy, economic sanctions, inflation, monetary aggregates, banking system, exchange rate.*

JEL: E52, F41.