

ФИНАНСЫ

С.А. АНДРЮШИН

доктор экономических наук, профессор,
главный научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН

А.П. СВИРИДОВ

научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН

БАНК РОССИИ В 2022 ГОДУ: ОСНОВНЫЕ ЦЕЛИ И РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, АНТИКРИЗИСНЫЕ МЕРЫ И СУЩЕСТВУЮЩИЕ РИСКИ

В статье рассмотрены результаты деятельности Банка России в рамках целевых мандатов за 2022 г. Проанализированы риски политики фискального доминирования, финансовой нестабильности и ценовой волатильности. Обосновано, что эти риски сдерживают переход российской экономики и ее финансового сектора к новым формам организации бизнеса в стране. В заключении авторами предложен пакет антикризисных мер, направленных на повышение независимости денежно-кредитной политики Банка России.

Ключевые слова: Банк России, валютный курс, инфляция, кредитный перегрев, просроченная задолженность, процентные ставки, санкции банков, системные риски, финансовая стабильность, финансовые посредники, ценовая стабильность.

УДК: 336.1, 336.2, 336.71

EDN: POGFNK

DOI: 10.52180/2073-6487_2023_2_7_33

Для российской экономики в целом и для ее финансового сектора 2022 г. оказался довольно сложным. После введения нового пакета санкций многие деловые связи и бизнес-процессы в российской экономике были нарушены. Российским предприятиям, населению и субъектам финансового сектора было необходимо в срочном порядке начать процесс реформирования и структурной адаптации к новым реалиям, быстро переходить на новые модели бизнеса, создавать новые логистические цепочки и финансовые каналы.

В 2022 г. Банк России совместно с правительством РФ реализовал комплекс антикризисных мер по поддержке российской экономики и ее финансового сектора. Это были экстренные меры, нацеленные на ограничение зависимости финансового сектора от внешних воздействий, на сохранение экономического потенциала страны, обеспечение населения и бизнеса дополнительными ресурсами. Существенную роль сыграли регулятивные льготы и послабления в деятельности финансовых посредников (в первую очередь банков), направленные на поддержку населения и бизнеса.

Данные меры правительства РФ и Банка России позволили во второй половине 2022 г. снизить зависимость российской экономики и ее финансового сектора от внешних воздействий. Однако при этом они сформировали группу системных рисков (фискального доминирования, повышенной финансовой нестабильности и роста ценовой волатильности), сдерживающих быстрый переход отечественной экономики и финансового сектора России к новым формам организации и ведения бизнеса в стране.

В данной статье нами рассмотрены результаты деятельности Банка России за 2022 г., проанализированы его целевые мандаты, связанные с ценовой и финансовой стабильностью, исследована политика фискального доминирования, сдерживающая реализацию финансовой и операционной независимости центрального банка. В заключении предложен пакет антикризисных мер, которые могут позволить повысить и эффективность денежно-кредитной политики, и независимость Банка России, что будет способствовать структурной перестройке всей российской экономики.

Результаты деятельности Банка России в 2022 г.

Всплеск санкционной активности в отношении РФ после февраля 2022 г. со стороны недружественных государств потребовал от Банка России экстренных мер, направленных на сохранение ценовой и обеспечение финансовой стабильности, на предотвращение стремительного спада в российской экономике (по итогам 2022 г. падение ВВП составило 2,1%). В числе этих мер – резкое повышение ключевой ставки (с 9,5 до 20% годовых); приостановка биржевых торгов в связи с резким снижением индексов Московской Биржи на 43,1% и РТС на 39,2% (в частности, на месяц были приостановлены торги и короткие продажи российских акций и облигаций); введение ограничений на трансграничное движение капитала; предоставление дополнительной ликвидности банкам (за счет открытия недельных аукционов РЕПО и аукционов «тонкой настройки», значительного расширения для банков перечня залогового обеспечения); введение целого спектра посла-

блений для банков и других небанковских финансовых организаций (в частности, снижение нормативов обязательных резервов) [6, с. 6, 9].

Вскоре к этому списку, при активном участии правительства РФ, были добавлены меры поддержки граждан и предприятий (в частности, введение шестимесячных кредитных каникул, реструктуризация задолженности заемщиков со стороны банков¹, введение запрета на снижение оценки финансового положения заемщика и качества обслуживания долга), чтобы у них в условиях санкций было достаточно ресурсов для смены прежних бизнес-моделей их деятельности. И наконец, были предприняты шаги по ускорению и расширению антикризисных мер, направленных на снижение уязвимости финансового сектора от внешних воздействий [6, с. 8].

Принятые правительством РФ и Банком России меры позволили быстро остановить девальвацию рубля (если в начале марта обменный курс снизился до 137,85 руб. за доллар США, то к концу года он повысился до 71,97 руб.)², снизить в апреле-сентябре ключевую ставку на 12,5 п. п. (с 20,0 до 7,50%), а годовую инфляцию, после резкого скачка в апреле (до 17,8%), сократить к концу года до 11,9%. Это позволило не только сохранить потенциал кредитования экономики³, но и увеличить его (например, по корпоративным кредитам на 14,3%, а по субъектам МСП – на 30%), а также смягчить меры по контролю за потоками частного капитала с использованием инструментов валютного регулирования и контроля [6, с. 11].

По итогам 2022 г. банковский сектор по-прежнему занимает лидирующую позицию в структуре финансового рынка страны (361 кредитная организация [6, с. 350], 87,2% от общих активов финансового сектора, или 87,9% от ВВП⁴ [6, с. 54]). За год активы банковского сектора увеличились на 12% - до 134,8 трлн руб., а кредитный портфель вырос на 11,3% – до 86,5 трлн руб. Концентрация активов в банковском секторе также росла, о чем свидетельствует доля системно значимых кредитных организаций (СЗКО), которая повысилась на 0,5 п. п. – до 78%. При этом доля топ-5 банков под давлением санкций немного сни-

¹ В 2022 г. банками была проведена реструктуризация кредитов граждан на сумму в 455 млрд руб., а бизнеса – на 11 трлн руб.

² По итогам 2022 г. реальный эффективный курс рубля вырос на 26%.

³ Рост кредитования в основном был связан с финансовой поддержкой системообразующих предприятий, с проектным финансированием жилищного строительства, замещением внешних заимствований и финансированием крупных инвестиционных проектов.

⁴ Здесь и далее данные о ВВП были взяты из официальной отчетности Росстата: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/VVP_god_s_1995-2022.xls (дата обращения: 11.04.2023).

зилась (на 0,9 п. п. – до 63%⁵). Чистая прибыль банковского сектора за 2022 г. сократилась примерно в 12 раз – с 2 317 до 199 млрд руб., несмотря на масштабную поддержку как со стороны Банка России, так и правительства РФ [6, с. 54–56, 142–149].

Вторым по значимости сегментом финансового рынка России остались паевые инвестиционные фонды (ПИФ), число которых за год выросло на 10,1% – до 2163 ед. [6, с. 66]. Активы ПИФ увеличились на 8,5% – до 8637,3 млрд руб., в основном за счет закрытых ПИФ (ЗПИФ). Доля сегмента ПИФ в общих активах финансового сектора составила 5,6%. При этом основными активами ПИФ в отчетном году являлись: российские акции (21%), доли в организациях (15,7%) и вложения в недвижимость (16,2%). Концентрация активов топ-20 на рынке ПИФ в течение года снизилась на 1,3 п. п. – до 32,7%, зато выросло количество ПИФ (на 29), контролирующих 80% активов всего рынка этого сегмента, – до 259 ед.⁶

Третье место по доле на финансовом рынке (3,3% от общих активов финансового сектора [6, с. 61–62]) занимали негосударственные пенсионные фонды (НПФ), число которых за год сократилось на 2 – до 39, но активы увеличились на 4,3% – до 5043,8 млрд руб. По данным Банка России, на конец III кв. 2022 г. на долю топ-5 приходилось до 62,9% всех активов НПФ⁷. Влияние санкций на деятельность НПФ было незначительным, так как было заблокировано всего 0,5% совокупных вложений фондов [6, с. 17].

Четвертую позицию на финансовом рынке России занимали субъекты страхового дела (ССД). За год их количество уменьшилось на 7 и по итогам года составило 215 субъектов. Активы увеличились на 6,9% – до 4 596,1 млрд руб., составив 3% от общих активов финансового сектора. На рынке ССД также наблюдался рост концентрации, доля топ-5 выросла до 50,5%⁸. Закрытие рынка перестрахования в недружественных странах увеличило долю АО «Российская Национальная Перестраховочная компания» (РНПК) до 67,9%, но при этом был сни-

⁵ Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации (Интернет-версия) № 244, февраль 2023 г. http://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/ (дата обращения: 11.04.2023).

⁶ Статистические данные к обзору ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов за IV кв. 2022 год. http://www.cbr.ru/analytics/rscl/review_pif_aif/ (дата обращения: 07.04.2023).

⁷ Динамические ряды основных показателей деятельности негосударственных пенсионных фондов за III кв. 2022 год. http://www.cbr.ru/statistics/rscl/npf_stat/#t4 (дата обращения: 11.04.2023).

⁸ Динамические ряды основных показателей деятельности страховщиков за 2022 год. http://www.cbr.ru/statistics/insurance/ssd_stat/#t4 (дата обращения: 11.04.2023).

жен минимальный уровень рейтинга перестраховщиков в дружественных странах для передачи финансовых рисков [6, с. 120].

Пятую позицию на финансовом рынке страны занимали профессиональные участники рынка ценных бумаг (ПУРЦБ), число которые за год выросло на 9,1% – до 515 ед. [6, с. 65]. Их активы за год сократились на 25,6% – до 1240 млрд руб., составив 0,8% от общих активов финансового сектора. Количество компаний, контролирующих 80% активов ПУРЦБ, увеличилось с 9 до 17 участников⁹. Результаты деятельности за год: чистая прибыль сократилась в 2,8 раза – до 8,5 млрд руб.; совокупный объем портфелей клиентов в брокерских компаниях уменьшился на 22,7% – до 14,6 трлн руб.; и на 12,8% – до 80,2 трлн руб. – сократился объем средств на счетах клиентов в депозитариях [6, с. 66].

Шестое место по доле на финансовом рынке занимали микрофинансовые организации (МФО), количество которых в течение года уменьшилось на 8,3% – до 1 162 организаций, при этом более 97% всех МФО – это микрокредитные компании (1 128 ед.) [6, с. 63]. Активы МФО за год увеличились на 2,4% – до 308,1 млрд руб., выдача потребительских микрозаймов выросла на 21% – до 701 млрд руб., а доля просроченной задолженности свыше 90 дней увеличилась на 5,2 п. п. – до 34,8%. Несмотря на это, за счет крупных микрокредитных компаний совокупная прибыль МФО увеличилась на 39% – до 41 млрд руб. [6, с. 64]. На топ-20 МФО приходилось 53,7% всех активов, а на топ-100 – 84,8% активов этого сегмента¹⁰.

Платежная система Банка России занимала доминирующую роль в национальной платежной системе страны. По объему переводов она за год показала рост в 1,7 раза – до 3342,4 трлн руб., а по их количеству – рост в 1,9 раза – до 5 млрд переводов. В течение года выросло количество безналичных переводов на 13,2% – до 79,5 млрд платежей, а их объем – на 32,4%, – до 1592,3 трлн руб., при этом доля безналичных платежей в 2022 г. увеличилась с 73,4% до 78,1%. [6, с. 68]. Уход международных платежных систем, отключение части банков от SWIFT не парализовали проведение финансовых трансакций. Эти платежные операции взяли на себя Национальная система платежных карт (НСПК), Система быстрых платежей (объемы переводов и оплата через СБП за год превысила уровень 2021 г. в 3,5 раза) и Система передачи финансовых сообщений (СПФС), количество сообщений, направ-

⁹ Динамические ряды основных показателей деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. https://cbr.ru/statistics/rcb/purchb_stat/ (дата обращения: 07.04.2023).

¹⁰ Статистические данные к обзору ключевых показателей микрофинансовых институтов за IV кв. 2022 года. http://www.cbr.ru/analytics/microfinance/reveiw_mfo/ (дата обращения: 07.04.2023).

ляемых через нее, увеличилось более чем в три раза по сравнению с 2021 г. Главный приоритет СПФС – это выстраивание независимой инфраструктуры, которая может стать удобной и эффективной системой расчетов и платежей с иностранными партнерами [6, с. 12].

В середине 2022 г. Банк России, чтобы не допускать нарастания рисков в финансовой сфере, начал постепенно сворачивать антикризисные меры, а на потребительском и ипотечном сегментах рынка – ужесточать макропруденциальные требования к финансовым посредникам¹¹. Поэтому к концу года российские банки в основном перестали пользоваться регулятивными послаблениями, предоставляли кредитные каникулы только тем клиентам, которые в этом остро нуждались. Для снижения валютных рисков оставались ограничения на операции с валютой и на движение капитала – их необходимый объем определялся задачей не препятствовать оборотам внешнеэкономической деятельности российских компаний [6, с. 7].

Активные антикризисные меры правительства РФ и Банка России сформировали в российской экономике группу системных рисков, которые в среднесрочной перспективе могут сдерживать быстрый переход субъектов финансового рынка, населения и предприятий к новым моделям организации и ведения бизнеса в стране. И эти риски включают в себя, во-первых, риски фискального доминирования, которые активно стали формироваться в российской экономике в 2020–2022 гг. под влиянием масштабных шоков предложения. Во-вторых, риски повышенной финансовой нестабильности, которые не отслеживаются правилами режимов денежно-кредитной политики, что находит отражение в принятии центральным банком ошибочных монетарных решений. В-третьих, риски роста ценовой волатильности, сдерживающие структурную трансформацию российской экономики в условиях роста внешних шоков предложения.

Риски фискального доминирования

В 2020 г. (период начала пандемии) денежно-кредитная политика во всем мире оставалась относительно мягкой. Среднемировые темпы роста инфляции в 2020 г. составляли 1,9% [23]. Поэтому в этот период фискальная политика суверенных государств в целом оставалась экспансионистской, особенно по мере того, как правительства вводили субсидии и предоставляли трансферты для защиты населения сначала от пандемии, а затем от более высоких цен на энергоносители и продукты питания. Но начиная с 2021 г. денежно-кредитная политика

¹¹ Например, темпы роста необеспеченных потребительских кредитов существенно замедлились – с 20,1% в 2021 г. до 2,7% в 2022 г.

во всем мире стала резко ужесточаться в ответ на всплеск инфляции, среднемировые темпы которой начали быстро расти. Например, по итогам декабря 2022 г. годовая инфляция в США составила 6,5%, в ЕС – 9,2% и Великобритании – 10,5%.

В условиях роста инфляции в 2021–2022 гг. практически все центральные банки в рамках своих целевых мандатов вынуждены были перейти к жесткой денежно-кредитной политике, повышая в первую очередь свои базовые (ключевые) процентные ставки. Так, например, в декабре 2022 г. ФРС США повысила ставку до 4,25–4,50%, ЕЦБ – до 2,50%, а Банк Англии – до 3,50%¹². Одновременно правительства всех стран продолжали оказывать фискальную поддержку и предоставлять субсидии бизнесу и населению, чтобы смягчить воздействие более высоких цен на энергоносители и продукты питания. В результате во многих странах стали быстро расти бюджетный дефицит, государственный и корпоративный долг, которые в совокупности способны привести к фискальному доминированию в денежно-кредитной политике, а это, в свою очередь, грозит потерей финансовой и операционной независимости центральных банков, особенно в странах с формирующимися рынками, таких как Россия.

Такое явление, как «фискальное доминирование», способное ограничить финансовую и операционную независимость центральных банков, появилось сравнительно недавно (ранее если оно и наблюдалось, то было исключительным событием). В то же время экономисты и политики после краха в США и Великобритании монетарного эксперимента в конце 70-х – начала 80-х годов прошлого века пришли к единому мнению о необходимости сохранения независимости центральных банков. Этот консенсус был основан не только на теории, но и на практическом опыте. Ценовая стабильность, как основной результат деятельности центрального банка, может быть достигнута только при независимой денежно-кредитной политике, то есть без какого-либо фискального давления со стороны правительства на центральный банк. Принцип, согласно которому центральные банки не должны позволять фискальным потребностям доминировать в денежно-кредитной политике, всегда отстаивался и сохранялся в монетарной сфере вплоть до 2020 г. Но в нынешних условиях, характеризующихся высокой инфляцией и замедлением деловой активности, а также стремительным ростом государственного долга и раздутых балансов центральных банков, придерживаться принципа независимости центрального банка стало невозможно. Ведущие

¹² В феврале–марте 2023 г. ключевые процентные ставки ведущих центральных банков были в очередной раз повышены: ФРС США – до 4,75–5,0%, ЕЦБ – до 3,5% и Великобритании – до 4,25%.

центральные банки, такие как ФРС США, Банк Англии, ЕЦБ, Банк Японии, Швейцарский национальный банк, позволили фискальным органам доминировать над их финансовой и операционной независимостью.

Политика фискального доминирования связана с двумя видами рисков, снижающих независимость денежно-кредитной политики центрального банка. Во-первых, в виде злоупотреблений в реализации денежно-кредитной политики, когда центральный банк под давлением правительства принимает навязанные ему операционные решения с целью оздоровления государственных финансов. Во-вторых, в виде реализации уже самим центральным банком ошибочной денежно-кредитной политики. В этом случае центральный банк, находясь под давлением различных факторов макроэкономической неопределенности и не до конца разобравшись с кризисной ситуацией, осознанно проводит ошибочную денежно-кредитную политику [25].

В России политика фискального доминирования, как и в других странах, стала активно проводиться правительством страны в период острой фазы пандемии (2020–2021 гг.) и именно тогда, когда Банк России был убежден, что он уже практически решил проблему инфляции (так, по итогам 2019 г. она находилась на уровне 3,0%, 2020 г. – 4,9%), которая, по расчетам регулятора, обязана находиться в границах назначенного целевого показателя (4,0%). В этот момент Банк России не видел большой угрозы для ценовой стабильности в результате прямого финансирования бюджетных расходов правительства.

При этом Банк России не насторожил факт перехода бюджетной системы страны от профицита к дефициту. Так, профицит бюджетной системы страны в 2019 г. оценивался в размере 1,9% ВВП. Но следующий год бюджетная система закончила с дефицитом в размере 4,0% ВВП. Более того, в 2020 г. для предотвращения возможного кредитного сжатия в экономике Банк России ввел для банков временные регулятивные послабления, что позволило высвободить для кредитования более 1 трлн руб. накопленного банками капитала. И если добавить к этому еще 1 713,5 млрд руб., полученных в ходе реструктуризации кредитов физических лиц и кредитов субъектам МСП, то прирост требований банковского сектора к экономике в 2020 г. составил 13,1%, что позволило нарастить объем денежного агрегата М2 на 13,5% (для сравнения, в 2019 г. – на 9,7%) [4, с. 13–16, 28].

В 2021 г. политика фискального доминирования продолжилась, но при этом инфляция за отчетный год выросла почти в два раза – до 8,4%. Это вызвало обеспокоенность, и для сдерживания инфляции Банк России, как и другие национальные центральные банки, повысил ключевую ставку: с марта по декабрь 2021 г. она повышалась семь

раз – с 4,25% до 8,50%. В то же время из-за роста инфляционных ожиданий денежно-кредитные условия продолжали оставаться мягкими, сохраняя в экономике высокую кредитную активность. Например, по итогам года ипотечный портфель банков вырос более чем на 30%, а темпы прироста необеспеченных потребительских ссуд составили 20,1%. Более того, в течение года Банк России неоднократно продлевал реструктуризации кредитов граждан и субъектов МСП, в середине года был распущен макропруденциальный буфер капитала на сумму 124 млрд руб., а в октябре запущен специализированный механизм рефинансирования субъектов МСП с лимитом 60 млрд руб. Это вновь привело к росту требований банков к экономике по итогам года, но уже на 13,9% [5, с. 12–15].

В результате проведения в 2020–2022 гг. политики фискального доминирования доверие к Банку России как к фундаменту денежно-кредитной политики стало неуклонно падать. В такой ситуации его финансовая и операционная независимость многими была поставлена под сомнение [17] в связи с тем, что на первый план вышла фискальная политика правительства, которая стала доминировать над денежно-кредитной политикой, реформируя ее в чисто экспансионистскую. В такой ситуации правительство страны может попросить свой центральный банк или СЗКО (как правило, это государственные банки) купить облигации (ОФЗ) министерства финансов, увеличив тем самым государственный долг страны¹³. По сути, это означает печатание денег центральным банком для финансирования государственных расходов (покрытия дефицита бюджета) [25].

Рассмотрим риск злоупотреблений в денежно-кредитной политике со стороны уже самого центрального банка. Этот риск может существовать в двух формах: в форме прямого и косвенного рефинансирования. При прямой форме рефинансирования правительство может попросить центральный банк купить государственные облигации министерства финансов. Так, например, в 2022 г. задолженность правительства РФ перед Банком России по государственным ценным бумагам выросла в 1,8 раза – с 246 млрд руб. на 01.01.2022 г. до 450 млрд руб. на 01.01.2023 г. Или правительство может настоять на прямом финансировании центральным банком бюджетных расходов. В годовом балансе Банка России за 31 декабря 2022 г. – это долговые обязательства (ОФЗ) правительства РФ, удерживаемые на балансе до пога-

¹³ По данным Минфина России, объем федерального внутреннего долга на 01.01.2023 г. составил 18 781 млрд руб. (12,4% ВВП), увеличившись по сравнению с предыдущим годом на 13,9%. При этом большая часть (96,3%) федерального внутреннего долга приходилась на государственные ценные бумаги (18 079 млрд руб.), расходы на обслуживание которого за 2022 г. увеличились на 22,7% [6, с. 37].

шения в 2044 г., которые на отчетную дату составляли более 212,8 млрд руб. [6, с. 19, 309]. Но, как известно из истории, прямое использование денег центрального банка для финансирования одной бюджетной цели не отменяет их использование и для других фискальных целей. В конце концов страдает денежно-кредитная политика, которая не может сосредоточиться на реализации основной цели своей деятельности – на обеспечении ценовой стабильности.

Косвенная форма финансирования правительства предполагает, что от центрального банка могут потребовать не повышать процентные ставки или не продавать ранее приобретенные активы (государственные или корпоративные) в значительном объеме, как это необходимо для борьбы с инфляцией. Но такая денежно-кредитная политика может в дальнейшем привести к еще более высокой, чем ожидалось, инфляции, а значит способствовать дальнейшему росту как государственного, так и корпоративного долга¹⁴. Так, например, в 2022 г. с целью финансирования дефицита федерального бюджета использовались средства ФНБ (на сумму 2 975 млрд руб.) и внутренние заимствования (на сумму 3 281,3 млрд руб.). Причем внутренние заимствования были размещены Минфином России на первичном рынке, превысив прошлогодний уровень размещения на 24,46%. В результате доходность ОФЗ (индекс Cbonds-GBI) повысилась за год на 120 базисных пунктов, до 9,61% годовых, став одним из факторов роста инфляции в стране. При этом чистые доходы Банка России от операций с ценными бумагами, иностранной валютой и драгоценными металлами в 2022 г. были нулевыми, в то время как расходы по этим же позициям превысили 670,8 млрд руб. Это свидетельствует о том, что Банк России взял на себя затраты федерального правительства, связанные с вышеперечисленными операциями. Результатом стал рост убытков Банка России в 2022 г. по сравнению с прошлогодним, более чем в 27,4 раза – с 26,3 млрд руб. до 721,7 млрд руб. [6, с. 50, 294].

Но наибольший риск потери независимости центрального банка возникает в результате реализации ошибочной денежно-кредитной политики со стороны регулятора. Этот риск возникает внутри самого центрального банка, и его гораздо труднее обнаружить. Он связан с макроэкономической неопределенностью, которая, как правило, бывает обусловлена внешними факторами, когда трудно становится определить равновесную реальную процентную ставку, оценить разрыв выпуска, отразить структурные изменения в эконометрических моделях, рассчитать реальное влияние немонетарных факторов на

¹⁴ В условиях значительного государственного долга правительство может попросить отсрочить или ограничить повышение процентных ставок с целью снижения расходов правительства по обслуживанию государственного долга.

годовую инфляцию. Более того, в условиях беспрецедентных санкций склонность к слегка экспансионистской денежно-кредитной политике может быть результатом политического давления, поскольку неопределенность может оправдать решения, которые будут исходить от фискальных органов власти. Поэтому неудивительно, что в 2022 г. в условиях политики фискального доминирования произошло более сильное абсолютное отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки, составившее 31 базисный пункт (колебания находились в интервале от -95 до 121 базисных пункта), что на 11 базисных пунктов больше данного показателя за 2021 г. [6, с. 85].

В результате ограниченности информации и неполноты знаний в части ненаблюдаемых переменных (объемов потенциального выпуска, величины равновесной процентной ставки и инфляционных ожиданий) центральный банк может предложить ошибочные модельные сценарии на основании своего макроэкономического прогноза. В частности, он может заявить о том, что экономике в условиях макроэкономической неопределенности необходима более экспансионистская денежно-кредитная политика, обосновывая свое решение желанием избежать фискального давления со стороны правительства в краткосрочной перспективе¹⁵. Но реальная финансовая практика может отреагировать иначе. Так, например, если фискальная поддержка правительства увеличивает потребности экономики в дополнительной ликвидности, а жесткая денежно-кредитная политика центрального банка повысит стоимость обслуживания долга, то субъекты экономики могут просто провести переоценку фискальной устойчивости своих активов – запросить более высокие премии за риск или сократить свои вложения в государственных облигациях.

На фоне роста макроэкономической неопределенности всегда трудно оценить, в какой степени инфляция является устойчивой, а в какой – временной (определяемой разовыми событиями: неурожаем, перебоями в поставках товаров, ограничениями или запретом на ввоз продуктов питания по санитарным причинам, эпизодами ажиотажного спроса и так далее). Кроме того, денежная экспансия и фискальные стимулы, имевшие место в прошлом, всегда разгоняющие инфляцию с определенным лагом, могут привести к недооценке текущей инфляции¹⁶. В результате центральный банк станет меньше

¹⁵ Эта тенденция, по-видимому, влияет не только на лиц, принимающих решения, но и на исследования центрального банка по вопросам эффективности монетарной политики [21].

¹⁶ Например, изменение ключевой ставки в полной мере влияет на динамику спроса и цен не сразу, а с временным лагом. По оценкам Банка России, для этого требуется три–шесть кварталов. Это означает, что Банк России на горизонте 1–1,5 года может обеспечить возвращение инфляции к цели в случае ее отклонения. См.: [11, с. 14].

реагировать на временный рост инфляции, а значит не спешить уже сточать денежно-кредитную политику, чтобы избежать риска экономической рецессии, делая тем самым фискальное доминирование правительства над денежно-кредитной политикой практически неизбежным¹⁷.

Банк России в условиях роста макроэкономической нестабильности может держать необоснованно заниженную ключевую процентную ставку (например, по итогам заседания Совета директоров Банка России 10 февраля и 17 марта 2023 г. было принято решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,50% годовых), которая провоцирует дальнейший рост кредитования и повышает риски краткосрочной ликвидности в условиях стимулирования внутреннего спроса. Все это неизбежно будет способствовать кредитному перегреву, росту «плохих долгов» на балансах банков, для компенсации которых заемщики станут увеличивать цены на свою продукцию. Тем самым будут поддержаны высокие темпы инфляции, что приведет к снижению уровня благосостояния населения и к стремительному расходованию накопленных обществом средств из государственных фондов. Так, например, в Федеральном бюджете на 2023–2025 гг. запланировано сокращение средств ФНБ в 2,3 раза – с 13,6 на начало 2022 г. до 5,9 трлн руб. (3,5% ВВП) на начало 2025 г.¹⁸

Риски финансовой нестабильности

Глобальный финансовый кризис 2008–2009 гг. опроверг доминировавшее в финансовой теории представление о том, что обеспечение стабильности цен всегда гарантирует стабильность финансовой системы. Это представление возникло в период так называемой «Великой умеренности» (в 1990–2000-х годах), когда темпы инфляции по индексу потребительских цен были очень низкими. В условиях низкой инфляции центральные банки всегда предпочитали политику низких процентных ставок, которая и становилась триггером нестабильного развития мировой финансовой системы в результате чрезмерной кредитной активности, использования большого финансового рычага

¹⁷ Например, 27 сентября 2022 г. рост денежной массы в национальном определении в 2022 г. в рамках Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов планировался на уровне 12–17%, а через месяц, в рамках уже Среднесрочного прогноза Банка России от 28 октября 2022 г., – 23–26%. Как видно, отклонение прироста денежной массы в национальном определении очень существенное (9–11 п. п., и всего за один месяц!) [14].

¹⁸ Федеральный закон от 05.12.2022 N 466-ФЗ «О федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов». https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_433298/ (дата обращения: 11.04.2023).

(левереджа), развития рискованных стратегий в бизнесе и быстрого роста цен на финансовые активы. Затем, с целью снижения перегрева финансового рынка, центральные банки начинали резко повышать свои процентные ставки, что приводило к финансовому кризису и каскадному банкротству банковских и небанковских финансовых посредников. Так, например, было с крупнейшим американским инвестиционным банком Lehman Brothers Holdings, акции которого за один день, 15 сентября 2008 г., в результате обвала ипотечного рынка в США упали более чем на 90%, вызвав стремительное банкротство инвестиционного банка, ставшее основным триггером глобального финансового кризиса.

Возникает вопрос: насколько финансовая и ценовая стабильности, как базовые цели денежно-кредитной политики центрального банка, совместимы между собой? не существует ли между этими целями неразрешимого противоречия, влияющего на финансовую и операционную независимость центрального банка? На наш взгляд, такое противоречие существует и оно связано с временным горизонтом, в рамках которого эти целевые установки воздействуют на экономические процессы. И если денежно-кредитная политика ориентирована на кратко- и среднесрочную перспективу (временной горизонт прогнозов охватывает период в 2–3 года), то политика финансовой стабильности имеет долгосрочный характер, непосредственно связанный со стабильностью как финансовых организаций, так и финансового рынка в целом. Поэтому если политика финансовой стабильности Банка России будет сводиться только к антикризисным мерам, т. е. будет рассчитана на краткосрочную перспективу, то она не сможет минимизировать процесс формирования системных рисков, возникающих в финансовой системе, а это может негативно повлиять на операционную и финансовую независимость центрального банка.

Мировая практика свидетельствует, что потеря операционной и финансовой независимости центрального банка обязательно связана с кредитным перегревом экономики, уровень которого, по оценкам Банка международных расчетов, определяется отношением вновь выданных кредитов в течение года к номинальному ВВП страны. Если это отношение, установленное эмпирическим путем, превышает 10%¹⁹, то в экономике обязательно возникнет кредитный бум, который, как правило, заканчивается кредитным перегревом, ростом «плохих долгов» на балансах банков и самим банкротством банков [15; 19; 26; 29]. На 1 января 2023 г. значение этого параметра (кредитного бума) в российской экономике составило 17,7% ВВП, превысив контрольную

¹⁹ Экспертами МВФ было проанализировано 175 кредитных бумов, произошедших в 170 странах за период 1960–2010 г. [20].

цифру в 10%²⁰. В основном кредитный бум в российской экономике к этому времени был достигнут за счет роста корпоративного кредитования (на 14,3%), кредитования субъектов МСП (30%) и ипотечного кредитования (20,4%) [6, с. 54–56]. Это значит, что российскую экономику в среднесрочной перспективе, скорее всего, ожидает или банковский кризис, или очень низкая (с периодом до 6 лет) экономическая активность без кредитования [20, р. 11].

Однако Банк России в этой кредитной динамике не видит никаких причин для беспокойства. Более того, он не считает, что денежно-кредитная политика перегружена задачами политики обеспечения финансовой стабильности. И хотя *де-юре* Банк России придерживается подхода раздельного целеполагания между ценовой и финансовой стабильностью, но *де-факто* такого разделения не наблюдается. Монетарный инструментарий Банка России не в состоянии учитывать межрыночные и трансграничные разрывы, дисбалансы и риски, формирующиеся в финансовой системе. Но Банк России уверен, что он располагает достаточным инструментарием (в рамках макропруденциальной политики, микропруденциального регулирования, поведенческого надзора, мероприятий финансового оздоровления), чтобы обеспечить и сохранить стабильность финансовой системы страны [6, с. 6]. Однако, как мы уже показали выше, стабильность финансовой системы (в первую очередь банковского сектора) в 2022 г. достигалась за счет краткосрочной политики фискального доминирования, масштабных послаблений и реструктуризации кредитов заемщиков с высокой долговой нагрузкой и заемными средствами, выданными на длительные сроки²¹.

По расчетам Банка России, в случае «набега» вкладчиков на банки общий объем рублевых ликвидных активов (денежных средств на корреспондентских счетах и в кассах банков, требований к Банку России и не заложенное на балансах банках рыночное обеспечение), располагаемых российскими банками на начало 2023 г., позволяет покрыть только 26% всех клиентских средств в рублях, в том числе 58% средств физических лиц [6, с. 119]. Но в условиях возникновения подавленной

²⁰ В 2022 г. при номинальном ВВП (153,435 трлн руб.) годовой прирост банковского кредитования был обеспечен ростом портфеля корпоративных кредитов (7,2 трлн руб.), количеством реструктурированных кредитов бизнесу (13,4 трлн руб.), лимитами антикризисных программ кредитования МСП (0,675 трлн руб.), ростом портфеля кредитов МСП (2,2 трлн руб.), ростом портфеля ипотечных кредитов (2,4 трлн руб.), количеством реструктурированных кредитов граждан (0,455 трлн руб.) и роспуском макропруденциального буфера капитала (провизий) (0,9 трлн руб.).

²¹ При этом Банку России удалось немного снизить долю проблемных кредитов в корпоративном портфеле – с 7,6 до 6,5%, увеличив при этом долю проблемных кредитов на рынке потребительского кредитования с 7,4 до 8,4% [6, с. 117].

экономической активности, последующей за кредитным бумом, общий объем рублевых ликвидных активов на балансах банков для покрытия требований со стороны клиентов коммерческих банков может резко сократиться. И тогда рублевых ликвидных активов для покрытия требований со стороны вкладчиков может оказаться недостаточно. Это потребует оперативных мер со стороны государственной корпорации «Агентство страхования вкладов» (АСВ), Банка России и Федерального казначейства, что приведет к всплеску инфляции и росту процентных ставок, а это, несомненно, гарантирует дальнейшее снижение деловой активности и совокупного спроса в российской экономике.

Более того, в условиях низкой экономической активности ухудшится финансовое положение предприятий-заемщиков, что приведет к росту «плохих долгов» на балансах банков, а значит от банков потребуются экстренное наращивание провизий (на возможные потери по ссудам) и собственного капитала. В настоящее время совокупный показатель достаточности собственных средств (капитала) банковского сектора России находится на уровне 12,7% (для сравнения, на 1 апреля 2012 г. он равнялся 14,7%). Но учитывая то, что российский банковский сектор имеет очень высокую долю (более 90%) активов, взвешенных по уровню риска (RWA)²², российские банки вынуждены поддерживать у себя существенно более высокую капитальную базу, а также убирать со своих балансов просроченную задолженность, чтобы выполнить требования регулятора в процессе кредитования. Поэтому российские банки вынуждены на постоянной основе продавать коллекторам права требования по кредиторской задолженности заемщиков, чтобы не создавать дополнительные провизии, не повышать уровень резервирования непросроченной кредиторской задолженности и при высоком RWA выполнить все требования Банка России как по достаточности капитала, так и по всем нормативам ликвидности. В противном случае они могут потерять банковскую лицензию.

Однако стремительный рост «плохих долгов» на балансах российских банков в условиях роста кредитного перегрева будет все же неизбежен, особенно в период все возрастающего воздействия западных санкций. Именно просроченная задолженность по кредитам и займам, введение кредитных каникул, отсрочка платежей, реструктуризация задолженности, различные программы льготного и необеспеченного кредитования могут стать очень серьезной проблемой для российской экономики. С этой «болезнью» банковского сектора в настоящее время активно борются все страны. Но если в ведущих странах проблемы «плохих долгов» в основном решаются в форме программ количествен-

²² Для сравнения, в Греции RWA находится на уровне 72%, Португалии – 59%, Италии – 44%, Германии и Великобритании – 33%.

ных и кредитных послаблений, то есть в форме передачи этих долгов на балансы центральных банков в обмен на их дополнительно созданные для этих целей резервы (эмиссию) [1, с. 332–355], то в России все иначе – передача «плохих долгов» осуществляется в других формах: во-первых, в форме передачи (продажи) этих долгов созданному в середине 2017 г. Фонду консолидации банковского сектора (ФКБС) и, во-вторых, в форме бюджетной рекапитализации капиталов банков, накопивших на своих балансах значительные объемы неработающих кредитов.

Все перечисленные формы передачи «плохих долгов» (существующие в России и в других странах) оказались неэффективными, так как в конечном счете центральные банки через рост цен и процентные ставки перекалывают бремя просроченной задолженности на всех добросовестных налогоплательщиков, а также через процесс огосударствления частных банков, способствуя дальнейшему снижению уровня справедливой конкуренции на рынке финансового посредничества. Например, в 2022 г. собственником АО «МИнБанк», при содействии Банка России и АСВ стало правительство РФ, которое приобрело этот частный банк всего за 1 рубль. Одновременно Банк России сохраняет участие в капитале ПАО «Промсвязьбанк» и Банка непрофильных активов (БНА). При этом все меры регулятора по предупреждению банкротства кредитных организаций в основном сводятся к работе по взысканию в судебном порядке убытков с лиц, контролировавших кредитные организации, в отношении которых осуществляются правовые действия по предупреждению банкротства (например, ПАО «БИНБАНК», ПАО «Промсвязьбанк», Банк «ТРАСТ» (ПАО), АО «РОСТ БАНК», АО Банк АВБ, «Азиатско-Тихоокеанский Банк» (АО), АО «МИнБанк» и АО «ВОКБАНК») [6, с. 187–188].

В настоящее время наиболее приемлемым подходом купирования «плохих долгов» на балансах банков, в том числе обусловленных огромными бюджетными расходами, стал механизм bail-in, в рамках которого операционные убытки коммерческих банков в результате реализации ошибочных бизнес-стратегий должны разделять не все налогоплательщики страны, а только менеджмент банка и те вкладчики и инвесторы, которые вложили в него свои средства [3]. В 2011 г. этот механизм впервые был заявлен Советом по финансовой стабильности (FSB) как наиболее эффективный режим санации банков [22]. Через четыре года, в 2015 г., этот механизм санации поддержала директива ЕС Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), провозгласившая, что все средства вкладчиков крупнейших банков могут быть принудительно конвертированы без их согласия в капитал (акции) saniруемого банка²³.

²³ Bank Recovery and Resolution Directive. <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook/interactive-single-rulebook/100713> (дата обращения: 14.04.2023).

Стандарт bail-in – это законодательно закрепленное право центрального банка реструктурировать обязательства и капитал санлируемого банка за счет конвертации и/или списания незастрахованного «плохого долга» за счет кредиторов (вкладчиков и инвесторов) с целью восстановления капитала банка до уровня, отвечающего всем требованиям, предъявляемым к банкам со стороны стандартов Банка международных расчетов (BIS). При этом застрахованные депозиты, обеспеченные обязательства (ценные бумаги и кредиты) и соглашения об обратном выкупе исключаются из принудительной конвертации в капитал банка. Предполагается, что пополнение капитала санлируемого банка будет происходить с открытого ему условного счета TLAC (Total Loss-Absorbing Capacity), на котором должны будут аккумулироваться средства на покрытие совокупных убытков банка (исходя из заранее установленной очередности списаний) и его дополнительной капитализации (через инъекцию капитала от новых акционеров) [33, р. 4].

В перечень средств на условном счете TLAC должно входить достаточное количество инструментов, списание или конвертация которых в собственный капитал банка не несет ущерба ни санлируемому банку, ни банковской системе и связанных с ней рынков. При этом инструменты, аккумулируемые на условном счете, согласно оценкам экспертов Совета по финансовой стабильности (FSB) и Базельского комитета по банковскому надзору (BCBS), должны определяться, исходя из двух рекомендуемых нормативов: TLAC RWA Minimum и TLAC LRE Minimum [28, р. 9–22]. Первый из них соотносит объем средств, аккумулируемых на условном счете, с банковскими активами, взвешенными по уровню риска (RWA). Начиная с 2022 г. TLAC RWA Minimum должен составлять 18% для санлируемого банка и еще дополнительно 6,75% – для глобального системно значимого банка (G-SII), функционирующих в рамках ЕС. При этом аффилированные финансовые организации, работающие с G-SII третьих стран, должны владеть не менее 90% требуемого счета TLAC [32]. Второй норматив нацелен на обеспечение необходимого уровня ликвидности санлируемого банка, минимальное значение которого, начиная с 2022 г., должно быть не меньше 8% [27].

С учетом вышеизложенного политику обеспечения финансовой стабильности Банку России необходимо передать в созданную для этих целей независимую некоммерческую саморегулируемую организацию, которая в своей регулятивной деятельности будет осуществлять купирование рисков финансовой нестабильности не в существующих формах ФКБС и/или бюджетной рекапитализации, а в форме механизма bail-in. Именно в рамках этой формы будут ликвидироваться операционные убытки санлируемых банков, которые возникли

в результате реализации ошибочных бизнес-стратегий и которые в принудительном порядке будут покрываться не добросовестными налогоплательщиками (через дополнительную ликвидность Банка России и/или АСВ²⁴, как это происходит сейчас), а исключительно менеджментом санлируемого банка, его вкладчиками и инвесторами, вошедшими в капитал банка своими незастрахованными депозитами, необеспеченными облигациями и прочим непокрытым долгом (межбанковскими депозитами, платежами, клирингом и обязательствами по торговому финансированию).

Риски роста ценовой волатильности

Низкая инфляция, которая, начиная с 2015 г., всегда должна находиться «вблизи 4% постоянно», является основной целью денежно-кредитной политики Банка России. Но в условиях возникновения внешнеэкономических шоков предложения низкая инфляция сегодня сдерживает возможности проведения структурных преобразований. Российской экономике необходим новый формат цели по инфляции, и он должен подготовить хозяйствующих субъектов к возможным рискам роста волатильности ценовой динамики. Выбор оптимального для российской экономики нового формата цели по инфляции – это стратегическая задача для современной денежно-кредитной политики Банка России, поскольку в рамках действующего режима таргетирования инфляции уловить и снизить риски макроэкономической нестабильности, вызванные внешними и внутренними шоками денежного предложения, а также смягчением регулятивных требований к банкам и их заемщикам, становится практически невозможно.

Понятие формата цели по инфляции должно включать в себя:

- выбор целевого индекса инфляции, его числового значения и методики расчета, которые центральный банк намерен отслеживать на постоянной основе;
- установление временного горизонта таргетирования целевого индикатора (в виде точки или диапазона значений);
- определение горизонта макроэкономического прогнозирования и его корректировки с учетом подверженности национальной экономики различным внешним и внутренним шокам [8, с. 70];

²⁴ Например, на начало 2023 г. отношение страховой ответственности АСВ к объему всех застрахованных вкладов по вкладам физических лиц составляло 61,05%, а по вкладам юридических лиц – 17,31% [7, с. 197].

- мониторинг отклонений текущей инфляции от целевого индекса инфляции в зависимости от влияния монетарных и/или немонетарных факторов инфляции²⁵;
- установление взаимосвязи между диапазоном допустимого разрыва текущей и целевой инфляции и фиксированным уровнем ключевой процентной ставки Банка России;
- определение степени влияния экспортных и импортных цен на допустимые колебания номинального обменного курса рубля в условиях действия нового формата цели по инфляции.

Новый формат цели по инфляции, связанный со структурной трансформацией российской экономики, может позволить Банку России:

- во-первых, иметь повышенное значение инфляционного таргета для российской экономики и/или более гибко использовать индекс цен. Это даст возможность центральному банку в условиях переформатирования российской экономики таргетировать устойчиво растущий уровень цен, а не темп инфляции, отражающий сейчас изменение во времени стоимости потребительской корзины (набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством);
- во-вторых, расширить диапазон горизонта таргетирования целевого индекса инфляции с точечного значения 4% до коридора от 6 до 8%, что даст возможность лучше приспособить операционный инструментарий денежно-кредитной политики Банка России к внешним и внутренним негативным шокам предложения;
- в-третьих, наиболее полно задействовать в динамике цен использование тех или иных немонетарных факторов инфляции, способных приводить к временному отклонению текущей инфляции от цели. Это позволит, особенно в период сильных шоков, больше реагировать на разрыв выпуска (в сторону его увеличения), чем на инфляционный разрыв, а также осуществлять менее агрессивную процентную политику на денежном рынке по отношению к хозяйствующим субъектам экономики;
- в-четвертых, для российской экономики, подверженной негативному влиянию внешних факторов, важно минимизировать колебания номинального обменного курса рубля за счет исклю-

²⁵ В эту группу входят внешнеэкономические условия, структурные факторы (состояние основных фондов, предложение и качественные параметры рабочей силы, технологический уровень производства, транспортная, логистическая инфраструктура, уровень концентрации рынков), нормативно-правовая среда, фискальная политика, факторы со стороны предложения товаров и услуг. Часть этих факторов оказывает продолжительное влияние на долгосрочную динамику издержек, часть – в большей мере влияет на ценовую волатильность, т. е. относительно кратковременные колебания инфляции вокруг тренда [9, с. 6].

чения из формата цели по инфляции так называемую импортируемую инфляцию²⁶ (например, связанную с шоками нефтяных цен), позволяя Банку России воздействовать на цены отечественных производителей, не влияющих на колебания номинального обменного курса рубля [16].

В настоящее время деньги Банка России (резервы на счетах коммерческих банков в центральном банке) превратились в автономный фактор денежного предложения и используются банками для взаимных расчетов в платежной системе Банка России, а ключевая ставка – в процентную ставку по этим резервам. Поэтому в условиях действующего режима таргетирования инфляции и существующей практики управления банковской ликвидностью транслировать ставку Банка России по резервам на другие ставки в экономике невозможно, поскольку резервы центрального банка и деньги, создаваемые при кредитных операциях коммерческими банками, не взаимозаменяемы (не смешиваются). Это не позволяет Банку России эффективно реагировать на внезапно возникающие шоки предложения, порождающие кризис ликвидности на денежном рынке межбанковского кредитования (МБК), так как Банк России практически не присутствует на денежном рынке в сегменте овернайт.

Операционным инструментом Банка России в настоящее время выступает процентная ставка RUONIA – ставка овернайт необеспеченного сегмента денежного рынка МБК. Именно эта ставка, по мнению Банка России, может быть наилучшим образом привязана к структурной перестройке экономики, к потребительскому и промышленному кредитованию, разрешению противоречия между ценовой стабильностью и экономическим ростом [18]. С этой оценкой можно согласиться, так как, например, в 2022 г. ставка RUONIA обслуживала наибольшее количество сделок на рынке МБК (более 80% среднедневного оборота). Поэтому ставка RUONIA, выполняя функцию первого звена трансмиссионного механизма, способна передать процентный сигнал на всю трансфертную кривую, а затем и на ставки по банковским продуктам и услугам. Но в то же время наличие в денежно-кредитной политике рисков фискального доминирования и финансовой нестабильности

²⁶ О возможном росте импортируемой инфляции может свидетельствовать отрицательная динамика текущего счета платежного баланса России. Так, например, в I кв. 2023 г. сократился профицит счета текущих операций на 19 млрд долл. США; это сокращение было достигнуто за счет сжатия положительного сальдо торгового баланса. Стоимостной объем экспорта товаров снизился на 35% против I кв. 2022 г., а стоимостной объем импорта товаров наоборот вырос на 11% по отношению к I кв. 2022 г. При этом рост импорта товаров в основном обеспечивался за счет механизма параллельного импорта (ввоза в страну товаров и их продажи без разрешения их правообладателя) [12, с. 1–2].

способно предъявлять дополнительные требования к операционной процедуре Банка России, которые способны снизить эффективность действующего механизма управления ставками денежного рынка.

В текущих условиях также целесообразно модернизировать существующие прогнозные модели (квартальную прогнозную модель и DSGE-модели) Банка России, которые используются для среднесрочного прогнозирования, для анализа и выработки рекомендаций по денежно-кредитной политике, а также для проведения сценарного анализа и разработки стресс-тестов [10; 13]. Банку России необходимо внести ряд дополнений в каркас своих прогнозных моделей, а именно показатели денежной и товарной массы. Необходимо включить в него систему уравнений, описывающую кривую LM (Liquidity – Money), и исключить из макроэкономических переменных индекс импортных цен. Это позволит лучше понять поведение хозяйствующих субъектов, почему, например, в условиях падения уровня номинальных цен товаропроизводители способны наращивать текущие расходы, и почему в этих условиях Банку России не следует реагировать на подобный рост предложения повышением ключевой процентной ставки [2], а также переоценить необходимые в этот период развития экономики инфляционные ожидания, в значительной мере опирающиеся на поведенческие модели адаптивного характера.

Переход от таргетирования инфляции (сконцентрированного в основном на проблемах совокупного спроса) к таргетированию индекса цен производителей (купирующего серьезные шоки совокупного предложения) [24; 30; 31] позволит Банку России «поставить на якорь» не только ненаблюдаемые инфляционные ожидания, но и создать необходимые условия для структурных преобразований в российской экономике. В среднесрочной перспективе такой режим, также связанный с обеспечением ценовой стабильности, приведет к тому, что денежно-кредитная политика Банка России станет финансово и операционно более независимой от правительства, а значит сможет играть роль фактического амортизатора как внешних, так и внутренних шоков и не являться «встроенным катализатором», реагирующим на любые шоки денежного и неденежного предложения.

Выводы

Для эффективной борьбы с инфляцией Банку России нужна независимая денежно-кредитная политика, и особенно когда независимость такой политики находится под угрозой. Прежде всего должна быть четко определена граница между денежно-кредитной и фискальной политикой. При этом Банк России не должен поступаться принципами и правилами своей денежно-кредитной политики в угоду прин-

ципов и правил фискальной политики Минфина РФ (Казначейства РФ), не должен приобретать дополнительные полномочия (мандаты), делегируемые ему другими ведомствами и министерствами.

Во-первых, необходимо организовать четкое разграничение между денежно-кредитной и фискальной политикой. Оно лучше всего достигается, если Банк России имеет ограниченные полномочия, сконцентрированные на его основной цели – обеспечении ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. Навязывание Банку России дополнительных целей (мандатов, полномочий), таких как стимулирование экономического роста, финансирование дефицита бюджета и государственных программ (национальных проектов) приведет к размыванию функций и полномочий между Банком России и Министерством финансов РФ, что, несомненно, увеличит риски злоупотреблений в денежно-кредитной политике, а значит, повысится риск фискального доминирования над ценовой стабильностью.

Во-вторых, обеспечение финансовой и операционной независимости Банка России является предпосылкой как для выполнения целевого мандата, так и для предотвращения ошибочной денежно-кредитной политики, что позволяет избегать предвзятости к фискальной экспансии. При этом целевой мандат – обеспечение ценовой стабильности – необходимо сделать неуязвимым для критики и обвинений со стороны правительства РФ. Банк России должен быть самокритичным в своем экономическом анализе, периодически проводить переоценку меняющихся данных (внешних и внутренних), чтобы скорректировать свою денежно-кредитную политику и сообщить об этом общественности.

В-третьих, финансовая и ценовая стабильности как базовые цели денежно-кредитной политики центрального банка не совместимы и по функциям, и по операционному инструментарию. Между ними существует неразрешимое противоречие, которое связано с временным горизонтом, в рамках которого эти целевые установки воздействуют на экономические процессы. И если денежно-кредитная политика ориентирована на кратко- и среднесрочную перспективу, то политика финансовой стабильности имеет долгосрочный характер, связанный со стабильностью как финансовых организаций, так и финансового рынка в целом.

В-четвертых, политику обеспечения финансовой стабильности Банку России необходимо передать в созданную для этих целей независимую и некоммерческую саморегулируемую организацию. Эта организация будет осуществлять управление рисками финансовой нестабильности в форме механизма bail-in, позволяющей ликвидировать операционные убытки saniруемых банков в принудительном порядке, но исключительно только за счет менеджмента saniруемого

банка, его вкладчиков и инвесторов, вошедших в капитал банка своими незастрахованными депозитами, необеспеченными облигациями и прочим непокрытым долгом.

В-пятых, на период структурной трансформации российской экономики, перехода субъектов хозяйствования на новые модели бизнеса, выстраивания новых логистических цепочек и финансовых каналов Банку России необходимо сделать переход от режима таргетирования инфляции (сконцентрированного в основном на проблемах совокупного спроса) на режим таргетирования индекса цен производителей (купирующего серьезные шоки совокупного предложения). В среднесрочной перспективе такой режим приведет к тому, что денежно-кредитная политика Банка России станет независимой от правительства, сможет играть роль фактического амортизатора как внешних, так и внутренних шоков и не являться «встроенным катализатором», реагирующим на любые шоки предложения.

Таким образом, для Банка России крайне важно сохранять свою независимость не ради самой независимости, а как средство выполнения своего целевого мандата – обеспечения ценовой стабильности. Независимость надо защищать, а не торговать ею. Денежно-кредитную политику следует рассматривать как активное установление процентных ставок или, в более широком смысле, ее влияние на безрисковую доходность обязательств с целью достижения ценовой стабильности с учетом преобладающих в российской экономике различных факторов, связанных с формированием кредитного перегрева, увеличением доходности гособлигаций из-за геополитической напряженности, а также с возможным оттоком денежных средств вкладчиков, инвесторов из кредитных организаций.

ЛИТЕРАТУРА

1. Андрюшин С.А. Денежно-кредитные системы: от истоков до криптовалюты. М.: Издательство ООО «Сам Полиграфист», 2019.
2. Андрюшин С.А., Бурлачков В.К., Кирилук И.Л., Рубинштейн А.А., Слуцкий Л.Н. Экспертное заключение на Проект документа Банка России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов» // Банковское дело. 2019. № 10. С. 8–17.
3. Андрюшин С.А., Кузнецова В.В. Особенности стандарта bail-in для санации крупного банка // Бизнес и банки. 2016. No 3. С. 1–5.
4. Годовой отчет Банка России за 2020 год. М.: Банк России. 2021.
5. Годовой отчет Банка России за 2021 год. М.: Банк России. 2022.
6. Годовой отчет Банка России за 2022 год. М.: Банк России. 2023.
7. Годовой отчет государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» за 2022 год. <https://www.asv.org.ru/agency?news-tags=&news-date=all> (дата обращения: 07.04.2023).

8. Кузнецова В.В. Таргетирование инфляции: международные дискуссии и практики. М.: Курс. 2019.
9. О немонетарных факторах инфляции и мерах по снижению ее волатильности. М.: Банк России, 2017.
10. Орлов А. Квартальная прогнозная модель России. М.: Банк России. Март 2021.
11. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годы. Проект от 27 сентября 2022 года. М.: Банк России, 2022.
12. Платежный баланс Российской Федерации. М.: Банк России. I квартал 2023. № 1 (14).
13. Селезнев С., Крепцев Д. DSGE-модель российской экономики с банковским сектором. М.: Банк России, 2017.
14. Среднесрочный прогноз Банка России по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке 28 октября 2022 года. https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43430/forecast_221028.pdf (дата обращения: 12.04.2023).
15. Abiad A., Dell'Ariccia G., Li B. Creditless Recoveries // IMF working paper. Wash. 2011. No. 58.
16. Agénor P.R., Pereira da Silva L.A. Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World // Working Papers Series. Central Bank of Brazil, Research Department. 2013. No. 324. <https://ideas.repec.org/p/bcb/wpaper/324.html> (дата обращения: 14.04.2023).
17. Aguilar A., Cantú C., Guerra R. Fiscal and monetary policy in emerging market economies: what are the risks and policy trade-offs? // BIS Bulletin. 2023. No. 71. 29 March.
18. Bhandari P., Frenkel J. Nominal GDP Targeting for Developing Countries // Research in Economics. 2017. Vol. 71. No. 3. Pp. 491–506.
19. Bijsterbosch M., Dahlhaus T. Determinants of Credit-less Recoveries // European central bank working paper series. 2011, June. No. 1358.
20. Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L., Tong H., Bakker B., Vandenbussche J. Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms // IMF Staff discussion note. 2012. N 6. P. 45.
21. Fabo B., Jančoková M., Kempf E., Pastor L. Fifty shades of QE: Conflicts of interest in economic research. Becker Friedman Institute // Working Paper. 2020. No. 128.
22. Financial Stability Board (FSB). Effective Resolution of Systemically Important Financial Institutions: Recommendations and Timelines // FSB Consultative Document. 2011. July. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110719.pdf (дата обращения: 14.04.2023).
23. Inflation, consumer prices (annual %). <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG> (дата обращения: 11.04.2023).
24. Jensen H. Targeting Nominal Income Growth or Inflation? // The American Economic Review. 2002. Vol. 92. No. 4. September. Pp. 928–956.
25. Jordan T.J. Current challenges to central banks' independence Annual O. John Olcay Lecture on Ethics and Economics at the Peterson Institute, 2022. https://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20221011_tjn/source/ref_20221011_tjn.en.pdf (дата обращения: 10.04.2023).
26. Laeven L., Valencia F. Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly // IMF Working Paper. 2010. No. 46.

27. Minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL). Single Resolution Board I MREL Policy. 2022. June. https://www.srb.europa.eu/system/files/media/document/2022-06-08_MREL_Track-Changes.pdf (дата обращения: 15.04.2023).
28. Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet. BIS. 2015. Nov.9. P. 22.
29. *Reinhart C. M., Rogoff K.S.* The Aftermath of Financial Crises // NBER Working Paper. 2009. No. 14656.
30. *Sheedy K. D.* Debt and incomplete financial markets: A case for nominal GDP targeting // *Brookings Papers on Economic Activity*. 2014. No. 1. Pp. 301–373.
31. *Svensson L. E. O.* Monetary policy strategies for the Federal Reserve // National Bureau of Economic Research. January 2020. Working Paper No. 26657.
32. TLAC & MREL. URL: <http://www.regnology.net/en/resources/regulatory-topics/tlacmrel-under-the-crr-ii/> (дата обращения: 15.04.2023).
33. *Zhou J., Rutledge V., Bossu W., Dobler M., Jassaud N., Moore M.* From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt. Restructuring of Systemic Financial Institutions // IMF Staff Discussion Note. 2012. April 24. No. 03. P. 26.

REFERENCES

1. *Andryushin S.A.* Monetary systems: from origins to cryptocurrency. M.: Publishing house LLC “Sam Polygraphist”, 2019. (In Russ).
2. *Andryushin S.A., Burlachkov V.K., Kirilyuk I.L., Rubinshtein A.A., Slutskin L.N.* Expert Opinion on the Draft Document of the Bank of Russia “The Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2020 and the Period of 2021 and 2022” // *Banking*. 2019. No. 10. Pp. 8–17. (In Russ).
3. *Andryushin S.A., Kuznetsova V.V.* Features of the bail-in standard for the reorganization of a large bank // *Business and banks*. 2016. No 3. Pp. 1–5. (In Russ).
4. Annual report of the Bank of Russia for 2020. M.: Bank of Russia. 2021. (In Russ).
5. Annual report of the Bank of Russia for 2021. M.: Bank of Russia. 2022. (In Russ).
6. Annual report of the Bank of Russia for 2022. Moscow: Bank of Russia. 2023. (In Russ).
7. Annual report of the state corporation “Deposit Insurance Agency” for 2022. <https://www.asv.org.ru/agency?news-tags=&news-date=all> (date of access: 07.04.2023). (In Russ).
8. *Kuznetsova V.V.* Inflation targeting: international discussions and practices. M.: Course, 2019. (In Russ).
9. On non-monetary factors of inflation and measures to reduce its volatility. Moscow: Bank of Russia. 2017. (In Russ).
10. *Orlov A.* Quarterly forecast model of Russia. Moscow: Bank of Russia, 2021. March. (In Russ).
11. Monetary Policy Guidelines for 2023–2025. Draft. September 27, 2022. Moscow: Bank of Russia, 2022. (In Russ).
12. Balance of payments of the Russian Federation. Moscow: Bank of Russia. I quarter 2023. No. 1 (14). (In Russ).
13. *Seleznev S., Kreptsev D.* DSGE-model of the Russian economy with the banking sector. Moscow: Bank of Russia, 2017. (In Russ).
14. Medium-term forecast of the Bank of Russia following the meeting of the Board of Directors on the key rate on October 28, 2022. https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43430/forecast_221028.pdf (date of access: 12.04.2023). (In Russ).

15. *Abiad A., Dell’Ariccia G., Li B.* Creditless Recoveries // IMF working paper. Wash. 2011. No. 58.
16. *Agéñor P.R., Pereira da Silva L.A.* Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World // Working Papers Series. Central Bank of Brazil, Research Department. 2013. No. 324. <https://ideas.repec.org/p/bcb/wpaper/324.html> (date of access: 14.04.2023)
17. *Aguilar A., Cantú C., Guerra R.* Fiscal and monetary policy in emerging market economies: what are the risks and policy trade-offs? // BIS Bulletin. 2023. No. 71. 29 March.
18. *Bhandari P., Frenkel J.* Nominal GDP Targeting for Developing Countries // Research in Economics. 2017. Vol. 71. No. 3. Pp. 491–506.
19. *Bijsterbosch M., Dahlhaus T.* Determinants of Credit-less Recoveries // European central bank working paper series. 2011. No. 1358. June.
20. *Dell’Ariccia G., Igan D., Laeven L., Tong H., Bakker B., Vandenbussche J.* Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms // IMF Staff discussion note. 2012. No. 6. P. 45.
21. *Fabo B., Jančoková M., Kempf E., Pastor L.* Fifty shades of QE: Conflicts of interest in economic research. Becker Friedman Institute // Working Paper. 2020. No. 128.
22. Financial Stability Board (FSB). Effective Resolution of Systemically Important Financial Institutions: Recommendations and Timelines // FSB Consultative Document. 2011. July 19. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110719.pdf (date of access: 14.04.2023).
23. Inflation, consumer prices (annual %). <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG> (date of access: 11.04.2023).
24. *Jensen H.* Targeting Nominal Income Growth or Inflation? // The American Economic Review. 2002. Vol. 92. No. 4. September. Pp. 928–956.
25. *Jordan T.J.* Current challenges to central banks’ independence Annual O. John Olcay Lecture on Ethics and Economics at the Peterson Institute, 2022. https://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20221011_tjn/source/ref_20221011_tjn.en.pdf (date of access: 10.04.2023).
26. *Laeven L., Valencia F.* Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly // IMF Working Paper. 2010. No. 46.
27. Minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL). Single Resolution Board I MREL Policy. 2022. June. URL: https://www.srb.europa.eu/system/files/media/document/2022-06-08_MREL_Track-Changes.pdf (date of access: 15.04.2023).
28. Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet. BIS. 2015. Nov. 9. P. 22.
29. *Reinhart C.M., Rogoff K.S.* The Aftermath of Financial Crises // NBER Working Paper. 2009. No. 14656.
30. *Sheedy K.D.* Debt and incomplete financial markets: A case for nominal GDP targeting // Brookings Papers on Economic Activity. 2014. No. 1. Pp. 301–373.
31. *Svensson L.E.O.* Monetary policy strategies for the Federal Reserve // National Bureau of Economic Research. 2020. No. w26657.
32. TLAC & MREL. URL: <http://www.regnology.net/en/resources/regulatory-topics/tlacmrel-under-the-crr-ii/> (date of access: 15.04.2023).
33. *Zhou J., Rutledge V., Bossu W., Dobler M., Jassaud N., Moore M.* From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt. Restructuring of Systemic Financial Institutions // IMF Staff Discussion Note. 2012. No. 03. April 24. P. 26.

Дата поступления рукописи: 01.04.2023 г.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Андрюшин Сергей Анатольевич – доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия
ORCID: 0000-0003-2620-8515

sandr956@gmail.com

Свиридов Антон Павлович – научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия

rassantop@gmail.com

ABOUT THE AUTHORS

Sergey A. Andryushin – Dr. Sci. (Econ.), Professor, Chief Researcher, Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0003-2620-8515

sandr956@gmail.com

Anton P. Sviridov – Researcher, Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

rassantop@gmail.com

BANK OF RUSSIA IN 2022: PERFORMANCE RESULTS, EXPECTED RISKS AND ANTI-CRISIS MEASURES

This article considered the Bank of Russia results within the target mandates for 2022. The risks of the policy of fiscal dominance, financial instability and price volatility are analysed. It is substantiated that these risks hinder the transition of the Russian economy and its financial sector to new forms of business organization in the country. In conclusion, a package of anti-crisis measures to increase the independence of the monetary policy of the Bank of Russia is proposed.

Keywords: *Bank of Russia, exchange rate, inflation, credit overheating, overdue debt, interest rates, bank bailouts, systemic risks, financial stability, financial intermediaries, price stability.*

JEL: E42, E58, G18, G21, H50, H60.