

ФИНАНСЫ

С.А. АНДРЮШИН

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

И.С. БУКИНА

кандидат экономических наук, руководитель Центра макроэкономического
анализа и прогнозирования ФГБУН Институт экономики РАН

А.П. СВИРИДОВ

научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ И РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ В 2022–2025 гг.

В 2018 г. в журнале «Экономическая наука современной России» была опубликована статья Виталия Ефимовича Маневича – советского и российского экономиста, доктора экономических наук, профессора, главного научного сотрудника Института экономики РАН – «Монетарная политика Центрального банка РФ и динамика российской экономики в 2015–2017 гг.», которая вышла уже после смерти автора. Основной его вывод был следующим: Центральный банк РФ способен воздействовать на экономический рост не только через регулирование агрегированного спроса и перераспределение ресурсов между видами экономической деятельности, но и через создание, совместное с правительством РФ, дополнительных источников для финансирования дефицита бюджета, напрямую связанных с денежной базой и внутренним долгом страны. Авторы, в результате проведенного исследования, подтверждают выводы В.Е. Маневича в части ограниченности режима инфляционного таргетирования в условиях внешних вызовов и обосновывают необходимость изменения подхода к управлению валютным курсом и денежной массой. На статистических данных российской экономики 2022–2025 гг. в статье показано, что наличие структурного профицита ликвидности банковского сектора в совокупности с высокими процентными ставками сдерживает кредитование реального сектора экономики и замедляет экономический рост. На основе методологии, применяемой В.Е. Маневичем, обоснована необходимость большей координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в части управления денежной массой и государственным долгом.

Ключевые слова: Банк России, валютный курс, денежная база, депозиты, дефицит бюджета, золотовалютные резервы, иностранные активы, кредиты, ставка процента.

УДК: 336.1, 336.7, 339.74

EDN: ANWORN

DOI: 10.52180/2073-6487_2026_2_7_27

Введение

Российская экономика, начиная с 2015 г., функционирует в условиях двух режимов – санкций «коллективного Запада» и режима инфляционного таргетирования (ИТ). Так, в период между 2015 и 2017 г. инфляция и ключевая ставка Банка России неуклонно снижалась: инфляция с 15 до 2,5%, а ключевая ставка – с 17 до 7,75%. Снижение этих макроэкономических индикаторов происходило в условиях санкций, эффект воздействия которых в тот период не являлся еще столь значительным. Первоначально санкции действовали лишь в отношении небольшого числа российских организаций, политиков и общественных деятелей. Однако ситуация кардинально изменилась в условиях СВО, в период 2022–2025 гг. Именно в этот период санкции «коллективного Запада» стали беспрецедентными. К началу 2026 г. против РФ странами Запада было введено более 30 тыс. санкций, которые охватили базовые сектора (финансовый, военный и энергетический) российской экономики, а также персонально отдельных политиков и общественных деятелей¹.

Инфляция и ключевая ставка в период 2022–2025 гг. вели себя иначе, чем в 2015–2017 гг.: они колебались от 8,7 и 8,5% (в январе 2022) до 17,8 и 17,0% (в апреле 2022), от 2,3 и 7,5% (в апреле 2023 г.) до 5,59 и 16,0% (в декабре 2025) соответственно². Изменилась также и динамика экономического роста. Если в 2015 г., по данным Росстата, объем ВВП России сократился по отношению к 2014 г. на 2,5%, в 2016 г. экономика вышла на плато, которое в 2017 г. сменилось ростом в 1,8%. Напротив, в условиях беспрецедентных санкций динамика ВВП вела себя разнонаправленно: в 2022 г. выпуск снизился на 1,2 %, а затем резко вырос: в 2023 г. – на 4,1%, в 2024 г. – на 4,9%, в 2025 г. прирост составил лишь 1,0%³. Начиная с 2025 г. в российской экономике возросли риски стагфляции (рост инфляции при одновременном снижении производства).

¹ Санкции: что это, виды, как работают, влияние санкций США и ЕС на Россию. RBC. RU. 23 октября 2025 <https://www.rbc.ru/base/24/02/2025/67aefb519a7947878698988a> (дата обращения: 14.03.2026).

² Инфляция и ключевая ставка Банка России. www.cbr.ru

³ Степанова А. Росстат оценил рост российского ВВП в 1% в 2025 / БКС Экспресс. 06.02.2026. <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/rosstat-otsenil-rost-rossiiskogovvp-v-1-v-2025> (дата обращения: 14.03.2026).

Банк России, начиная с июля 2023 г., на протяжении почти трех лет, не может снизить текущую инфляцию до целевого уровня (4,0%)⁴. Низкая и стабильная инфляция, как основная цель ДКП, недоступна Банку России в современных условиях. Банк России не способен остановить рост цен с помощью только одной ключевой ставки. Процентный канал трансмиссионного механизма (ТМ) [2, с. 1] в условиях санкций не позволяет эффективно управлять совокупным спросом и инфляционными ожиданиями населения и бизнеса [3]. Это значит, что хозяйствующие субъекты при калькулировании своих затрат и оценке инвестиционных проектов не могут руководствоваться ключевой ставкой как ориентиром для снижения инфляции и достижения ее целевого уровня, устанавливаемого ЦБ.

Авторы статьи утверждают, что в условиях роста санкционного давления, режим ИТ способен вносить в российскую экономику ряд негативных факторов, которые, по мнению В.Е. Маневича⁵, снижают темпы ее развития. Во-первых, режим ИТ предполагает изменение процентных ставок денежного рынка без учета текущей рентабельности и возможных перспектив развития российского бизнеса. Во-вторых, динамика валютного курса не связана со структурой распределения добавленной стоимости между видами экономической деятельности. В-третьих, Банк России в своих макроэкономических прогнозах не учитывает динамику денежной базы и внутреннего долга страны как дополнительных обязательств правительства, взаимно замещающих друг друга. В-четвертых, Банк России не учитывает в прогнозах стабильный размер денежного предложения (предела денежной эмиссии), нацеленного на поддержание устойчивого объема бюджетного дефицита, непосредственно связанного с финансированием структурной трансформации российской экономики на новой технологической базе [1].

В исследовании, результаты которого представлены в данной статье, были проанализированы ДКП Банка России и развитие российской экономики в 2022–2025 гг. с позиций выводов и рекомендаций

⁴ Изменение ключевой ставки в полной мере влияет на динамику спроса и цен не сразу, а со временем. По оценкам Банка России, для этого требуется от 3 до 6 кварталов. Это означает, что Банк России на горизонте 0,5–1,5 лет может обеспечить возвращение инфляции к цели в случае ее отклонения за счет повышения ключевой ставки.

⁵ Маневич В.Е. (1941–2017) – советский и российский экономист, доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник Института экономики РАН, специалист в области макроэкономики и моделирования процессов экономической динамики, теории финансов, кредита и денег, истории экономических учений и денежных реформ, особенностей развития российской экономики, а также подготовки переводов классических произведений зарубежных ученых в области макроэкономики и монетарной теории.

в области монетарной, бюджетной и долговой политики, высказанных В.Е. Маневичем в 2018 г. в статье «Монетарная политика Центрального банка РФ и динамика российской экономики в 2015–2017 гг.». Авторы статьи придерживаются мнения, что большинство выводов и рекомендаций В.Е. Маневича остаются актуальными и востребованными для развития и модернизации современной российской экономики в условиях значительных внешнеэкономических санкций.

Обзор литературы

Исследование взаимосвязи между ДКП Банка России и развитием реальной экономики, анализируемой через призму таких ключевых макроэкономических параметров, как процентные ставки, валютный курс и денежные агрегаты, в том числе деньги высокой эффективности (резервы), имеет значительную историю. В данном обзоре мы остановимся на таких исследованиях, которые, по нашему мнению, могут стать наиболее полезными и востребованными, чтобы понять как процентные ставки, валютный курс и денежные агрегаты связаны со структурной и инвестиционной модернизацией российской экономики в условиях беспрецедентных внешнеэкономических санкций.

Позиция Банка России относительно экономической природы ключевых макроэкономических параметров ДКП наиболее подробно изложена в официальных документах (докладах, отчетах, записках, пресс-релизах), размещенных российским регулятором на своем официальном сайте (www.cbr.ru). В своих публикациях Банк России отмечает, что ДКП сама по себе не может напрямую влиять на изменение потенциала и трансформацию российской экономики. Она влияет на них лишь косвенно, через цепочку ТМ, которая способствует интенсивности использования факторов производства. Основным условием такого воздействия выступает ценовая стабильность, реализуемая в рамках режима ИТ, нацеленного на поддержание годовой инфляции вблизи 4%. Основным инструментом ДКП является ключевая ставка, а операционным ориентиром – необеспеченная однодневная ставка рынка межбанковских кредитов (депозитов) в рублях (ставка RUONIA), изменение которой воздействует на динамику процентных ставок более длительного срока. Встроенными стабилизаторами режима ИТ являются режим плавающего валютного курса рубля, а также сбалансированная фискальная политика с бюджетным правилом, в рамках которого Банк России оставляет за собой право проводить операции с иностранной валютой на внутреннем рынке по поручению Минфина России. Это значит, что в условиях роста государственных расходов, дефицита бюджета и текущей инфляции Банк России вынужден быстро повы-

шать ключевую ставку, чтобы снизить совокупный спрос в экономике и добиться положительного прироста реальной процентной ставки. При этом денежная база и денежный агрегат М2 после 2003 г. уже не являются для Банка России ни операционной, ни промежуточной целью ДКП. В настоящее время денежная база и М2 сохраняют за собой лишь информационный контекст, связанный с оперативным анализом банковского сектора (динамики краткосрочной ликвидности, наличных денег в обращении, депозитов и вкладов до востребования, уровня долларизации и кредитной активности банков) [4; 5, с. 6–10, 18, 24, 31–33].

Отношение независимых экспертов к официальной позиции Банка России двоякое. Одни эксперты, назовем их представителями мейнстрима в сфере ДКП, в основном разделяют подход Банка России в отношении механизмов, пропорций и правил взаимовлияния между макроэкономическими параметрами и факторами реальной экономики [6; 7; 8]. Другие представители мейнстрима считают необходимым пересмотреть лишь ряд устоявшихся постулатов. В частности, постулаты процентной и фискальной политики ввиду последствий пандемии новой коронавирусной инфекции (COVID-19), а также наличия «отрицательных шоков предложения» со стороны фискальных дисбалансов и роста государственного долга, ставших серьезным вызовом для ценовой стабильности⁶ [9; 10; 11].

Ряд экспертов, назовем их представителями неортодоксальной макроэкономической теории, придерживаются противоположной позиции. Они считают, что снижение ключевой ставки, ужесточение валютного регулирования и прирост денежной базы являются важными предпосылками, позволяющими денежным властям (центральному банку и правительству страны) воздействовать на ускорение темпов экономического роста [12; 13], а также повышать объемы кредитования субъектов реальной экономики, создавать дополнительные источники финансирования бюджетного дефицита и регулировать минимальную доходность финансовых активов (долговых обязательств государства и частных компаний), приемлемую для инвесторов [14; 15]. Одновременно в условиях санкций эмиссионный ресурс ЦБ мог бы стать активным источником модернизации российской экономики и ее устойчивого роста в долгосрочной перспективе [16; 17].

⁶ Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/independent-evaluation-office/2024/forecasting-for-monetary-policy-making-and-communication-at-the-bank-of-england-a-review.pdf>. (дата обращения: 14.03.2026); Borio C. Whither inflation targeting as a global monetary standard // BIS Working Papers No. 1230. 2024, December. <https://www.bis.org/publ/work1230.pdf> (дата обращения: 14.03.2026).

Процентная политика

Процентная политика – это «политика процентных ставок» (включающих кредитные, депозитные, купонные доходности государственных и частных облигаций), которая, опираясь на траекторию номинальной процентной ставки (рассчитываемую Банком России), регулирует уровень текущей инфляции в реальной экономике. ЦБ принимает решение об изменении ключевой ставки с тем, чтобы повлиять на реальную процентную ставку и, как следствие, на динамику цен [18]. При этом данный процесс в рамках режима ИТ всегда должен сопровождаться ужесточением фискальной политики, чтобы обеспечить снижение чистых процентных расходов по государственному долгу и погашение долговых обязательств в иностранных валютах (долларах США, евро и юанях) [19].

Ключевая ставка Банка России оперирует в рамках колебаний между верхней и нижней границами процентного коридора, заданного регулятором. Во-первых, если процентная ставка приближается к верхней границе коридора (ставка по межбанковским кредитам овернайт, далее – МБК), это сигнализирует о потребности кредитных организаций (КО) в дополнительной денежной ликвидности и во-вторых, если ставка снижается до нижней границы процентного коридора (ставка по депозитам овернайт), то это сигнал тому, что на рынке образуется излишняя денежная ликвидность, которую КО необходимо абсорбировать на депозиты в ЦБ.

В этой связи, как отмечал в своей статье В.Е. Маневич, правомерно было бы говорить не об одном, а о двух механизмах процентного канала ТМ: о механизме, передающем сигналы от изменения ставки по краткосрочным кредитам, предоставляемым ЦБ, и о механизме, передающем сигналы от ставки привлечения средств на депозиты в ЦБ [1, с. 87]. Это значит, что в условиях структурного профицита ликвидности, наблюдаемого, по оценке В.Е. Маневича, в банковской системе в 2015–2017 гг., доминирующее значение в ДКП приобретали эффекты, вызванные изменением ставки не по МБК, а по депозитам в ЦБ. И, напротив, в условиях структурного дефицита ликвидности в банковской системе, доминирующее значение приобретали эффекты, вызванные изменением ставки по кредитам овернайт (МБК).

Анализ динамики дефицита/профицита ликвидности банковского сектора за период 2022–2025 гг. показывает, что процентная политика Банка России оставалась чрезмерно жесткой. На протяжении примерно 2,5 лет из 4 (01.01.2022–24.02.2022, 01.04.2022–12.09.2023, 15.12.2023–16.10.2024, 10.01.2025–10.12.2025) процентная ставка по депозитам КО в ЦБ была на повышенном уровне, несмотря на то что в банковском секторе РФ наблюдался структурный профицит

ликвидности⁷. Банк России, устанавливая ставку на депозиты КО на достаточно высоком уровне, способствует тем самым, дальнейшему росту профицита ликвидности. Это приводило к тому, что инвестиционная и кредитная активность в экономике резко подавлялась как за счет роста процентных ставок по депозитам домашних хозяйств (ДХ) и нефинансовых организаций (НФО), так и за счет роста процентных ставок по МБК и срочным кредитам для реального бизнеса (см. табл. 1).

Таблица 1

Динамика процентных ставок в российской экономике за 2022–2025 гг.

Период	Ключевая ставка ЦБ	Ставка по депозитам овернайт	Ставка по кредитам овернайт	Доходность ОФЗ (1 год)	Ставка по депозитам ДХ (1 год)	Ставка по депозитам НФО (1 год)	Ставки по кредитам НФО	
							до 1 года	свыше 1 года
	На начало января				Средневзвешенные ставки в январе			
2022	8,5	7,5	8,0	8,1	5,1	7,3	9,8	9,8
2023	7,5	6,5	7,3	7,0	5,3	6,3	9,8	8,2
2024	16,0	15,0	15,6	12,9	14,3	14,6	23,0	17,5
2025	На начало месяца				Средневзвешенные ставки в соответствующем месяце			
Январь	21,0	20,0	21,0	18,4	21	20,2	23,8	17,2
Февраль	21,0	20,0	20,6	18,6	20,8	19,6	20,6	16,6
Март	21,0	20,0	21,1	18,7	20	19,6	22,2	18,7
Апрель	21,0	20,0	21,5	18,4	19,2	19,5	22,7	16,7
Май	21,0	20,0	20,7	18,2	19,3	19,3	22,4	18
Июнь	21,0	20,0	21,1	17,3	18,6	18,5	21,8	16,7
Июль	20,0	19,0	20,0	15,4	17,3	17,7	21,2	15,6
Август	18,0	17,0	18,1	13,7	15,6	16,5	18,7	14,6
Сентябрь	18,0	17,0	17,8	14,1	15,3	15,8	19	16,1
Октябрь	17,0	16,0	16,8	14,3	15,3	15,3	17,9	15,3
Ноябрь	16,5	15,5	16,3	13,4	15,2	15,0	18,8	14,0
Декабрь	16,0	15,5	16,2	14,1	15,3	14,6	18,0	13,8

Источник: официальный сайт ЦБ РФ. <https://www.cbr.ru> (дата обращения: 26.02.2026).

⁷ Дефицит/профицит ликвидности банковского сектора. https://www.cbr.ru/hd_base/bliquidity

Одновременно в этот период наблюдалась нестабильная динамика на рынке государственных облигаций (ОФЗ). Так, в период в 2022–2023 гг. доходность по ОФЗ (1 год) была выше ставки по депозитам ДХ и НФО (1 год). Напротив, в 2024–2025 гг. ставка по ОФЗ оставались ниже ставки по депозитам ДХ и НФО. Из этого следует, что для ДХ и НФО, не имеющих доступа к резервам ЦБ, минимально приемлемая норма доходности в условиях структурного профицита ликвидности должна определяться не ставкой по депозитам КО в ЦБ, а ставкой по ОФЗ.

Как видно из данных табл. 2, высокая ставка по депозитам КО в ЦБ способствовала опережающему росту остатков на депозитных счетах КО в ЦБ. Согласно данным баланса КО за январь – декабрь 2025 г. прирост депозитов ДХ и НФО (8836,2 и 2224,1 млрд руб.) стал единственным растущим активом КО. Все остальные активы КО в этот период в основном сокращались. Поэтому депозиты КО в ЦБ оставались самым быстрорастущим активом: так, если совокупные активы КО за январь – декабрь 2025 г. выросли в номинальном выражении на 12931,7 млрд руб., то доля депозитов КО в ЦБ в этом росте составляла почти 79,0%.

Таблица 2

**Прирост обязательств и активов кредитных организаций
за 2025–2026 гг. (на 1 января), млрд руб.**

Показатели	Обязательства	Активы банков	Чистое кредитование КО (+)	Чистое заимствование КО (-)
Нефинансовые организации	2224,1	9314,8		-7090,7
Домашние хозяйства	8836,2	1093,2	7743,0	
Финансовые организации	-1789,5	-1552,9		-236,6
Федеральные власти	589,3	3064,4		-2475,1
Власти субъектов РФ и местные органы	-808,5	463,5		-1272,0
Банк России	1634,0	1424,4	209,6	
Нерезиденты	-473,8	-875,7	401,8	
Прирост капитала и чистых пассивов	2719,9		2719,9	
Баланс	12931,7	12931,7	11074,4	-11074,4

Расчитано по: баланс кредитных организаций / ЦБ РФ. https://cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/survey/balance_odc.xlsx

По итогам 2025 г. рост банковских кредитов НФО возобновился. НФО по-прежнему выступали чистым заемщиком (7090,7 млрд руб.), а ДХ (7743,0 млрд руб.) и нерезиденты (401,8 млрд руб.) – чистым кредитором КО. При этом кредиты государственным властям и органам местного самоуправления в 2025 г. были значительными, так как выросли на 3747,1 млрд руб., в то время как остальные активы (кредиты финансовым организациям, ФО) росли не очень активно (236,6 млрд руб.) и в основном за счет кредитования со стороны ЦБ (209,6 млрд руб.).

Таким образом, процентная политика Банка России в 2025 г. в условиях структурного профицита ликвидности банковского сектора оставалась недостаточно эффективной для обеспечения структурной перестройки российской экономики. При наличии такой динамики профицита Банк России должен был не повышать, а снижать кредитные ставки в экономике (и в первую очередь, для НФО) до уровня ставки по депозитам КО в ЦБ или ниже. В качестве ориентира, до которого может быть снижена ставка по депозитам КО в ЦБ, можно принять доходность по ОФЗ на срок один год. Это позволило бы регулятору в условиях структурного профицита ликвидности наращивать не структурный профицит, а кредитную и инвестиционную активность КО в экономике. При этом Банк России мог бы влиять на доходность ОФЗ, напрямую увязывая ее как с текущей рентабельностью, так и перспективами развития российского бизнеса.

Политика валютного курса

Свободно плавающий валютный курс, как утверждает Банк России, способен сдерживать приток спекулятивного иностранного капитала в российскую экономику. Однако остановить приток иностранного капитала в российскую экономику в 2022–2025 гг. позволил не режим свободно плавающего валютного курса, а внешнеэкономические санкции «коллективного Запада», в результате падения которых резко сократились выплаты инвестиционных доходов иностранным инвесторам и обязательства перед нерезидентами (чистое принятие обязательств). В 2022 г. из-за выхода иностранных владельцев из капитала российских компаний и погашения задолженности перед нерезидентами [20] чистое принятие обязательств составило отрицательную величину (см. табл. 3).

Снижение доли чистых выплат иностранным инвесторам и чистого вывоза из страны частного капитала снижает спрос на иностранную валюту. Сокращение сальдо финансового счета означает, что Россия меньше кредитует остальной мир, что отражается в повышении доли конечного потребления и валового накопления. Как видно из данных табл. 4, снижение доли чистого экспорта в 2023–2025 гг. обусловило

Таблица 3

Отдельные показатели платежного баланса РФ, млрд долл.

Показатели	2021	2022	2023	2024	2025 (1-е полугодие)
Инвестиционные доходы к выплате	121,1	80,5	53,7	43,7	17,3
Сальдо финансового счета	124,1	227,1	38,7	53,0	10,9
Чистое принятие обязательств («+» – увеличение, «-» – снижение)	66,9	-109,5	-6,1	12,5	5,7

Источник: платежный баланс Российской Федерации (стандартные компоненты) / ЦБ РФ. https://cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/bop/bal_of_payments_standart.xlsx

Таблица 4

Структура ВВП, % к итогу

Показатели	2022	2023	2024	2025
ВВП	100	100	100	100
Расходы на конечное потребление и валовое накопление, в том числе:	87,4	95,8	95,6	97,4
расходы на конечное потребление	64,3	68,4	68,7	71
валовое накопление	23,1	27,4	26,9	26,4
Чистый экспорт	12,6	4,2	4,4	2,6
Справочно:				
Вывоз доходов и капитала	12,3	3,3	3,4	2,3
чистый вывоз доходов	2,6	1,8	1,4	1,1
чистый вывоз капитала	9,7	1,4	2,0	1,3
Чистый экспорт – вывоз доходов и капитала	0,3	0,9	1,0	0,3

Расчитано по: ВВП годы использование (с 1995 г.). Росстат. <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts>

повышение доли расходов на конечное потребление и валовое накопление против уровня 2022 г.

Чистый вывоз капитала и доходов, согласно методологии платежного баланса, должен быть равен чистому экспорту. Расхождение между этими величинами обусловлено изменениями в резервных активах и наличием статистического расхождения. Соответственно, падение чистого экспорта сопровождается сокращением чистого вывоза капитала и доходов. По итогам 2025 г. чистый экспорт сократился до 2,6% ВВП, а чистый вывоз капитала и доходов составил 2,3% ВВП. Фактически решилась проблема утечки капитала, о которой неоднократно писал В.Е. Маневич и другие экономисты в контексте задачи повышения инвестиционной активности в России. Однако в условиях международных санкций, ответных мер и высокой ключевой ставки Банка

России эффект от повышения доли потребления и внутренних инвестиций в ВВП носит краткосрочный характер, о чем свидетельствуют первые оценки макроэкономических показателей за 2025 г.

До сих пор остаются востребованными выводы В.Е. Маневича, касающиеся последствий для внутренней экономики, вызванные тем или иным изменением курса рубля и желательностью его укрепления (или ослабления), а также выводы, связанные с возможностями денежных властей воздействовать на курс рубля в условиях свободно плавающего валютного курса⁸. Так, последствия изменения валютного курса рубля для российского экспорта товаров и услуг зависят от того, в какой валюте оплачиваются внешнеторговые контракты: в национальной (рублях) или в иностранной (долларах, евро и юанях). Если российский экспорт оплачивается в рублях против валюты импортера, то российский экспортер получает ценовое преимущество при слабеющем рубле по сравнению с конкурирующими продавцами товаров и услуг, номинируемых в других валютах (и наоборот). Если российский экспорт оплачивается в иностранной валюте (долларах, евро или юанях), то ослабление рубля против иностранной валюты приведет лишь к увеличению доли чистого вывоза капитала, то есть чистого кредитования остального мира. Экспортная премия, уплачиваемая экспортерам со стороны других отраслей внутренней экономики, влечет за собой снижение прибыли в этих отраслях, ориентированных на внутренний рынок, а значит снижение их вклада в формирование доходной части бюджета страны (и наоборот) [1, с. 90, 92, 94, 96].

Таким образом, повышение доли рубля как валюты платежа по внешнеторговым контрактам, как по экспорту, так и по импорту (см. табл. 5) позволило увеличить вклад ненефтегазовых отраслей российской экономики в формирование доходной части бюджета страны. Так, по предварительной оценке, ненефтегазовые доходы федерального бюджета в 2025 г. против 2024 г. увеличились на 12,6% г/г, а нефтегазовые доходы, соответственно сократились на 23,8% г/г.⁹ При этом динамика этих доходов была бы выше, если бы обменный курс рубля не укрепился (в 2025 г. на 30%, с 101,68 до 78,22 руб./долл., против доллара США), а дешевел, так как российский экспортер получал бы ценовое преимущество по сравнению с конкурирующими продавцами товаров и услуг, номинируемых в долларах США.

⁸ В выступлении на Круглом столе, посвященном 85-летию В.Е. Маневича, который состоялся 3 февраля 2026 г. в Институте экономики РАН, директор ИЭ РАН, член-корр. РАН М.Ю. Головин подчеркивал высокую значимость исследований В.Е. Маневича в части регулирования валютного курса, но при этом отмечал дискуссионность отдельных его выводов.

⁹ Предварительная оценка исполнения федерального бюджета за 2025 год. Минфин России. 19 января 2026. (дата обращения: 14.03.2026).

**Валютная структура поступлений за экспорт товаров и услуг
по внешнеторговым контрактам, в % к итогу**

Показатель	2021	2022	2023	2024	2025 (январь– ноябрь)
Поступление от экспорта	100	100	100	100	100
в российских рублях	14,3	27,8	39,0	41,5	52,9
в валютах государств территорий по перечню*	84,6	63,6	31,6	18,6	14,6
в прочих валютах	1,0	8,6	29,4	39,9	32,5
Перечисления за импорт	100	100	100	100	100
в российских рублях	28,1	28,1	30,0	43,6	54,3
в валютах государств территорий по перечню*	67,6	56,6	34,0	21,9	15,4
в прочих валютах	4,3	15,2	36,0	34,5	30,3

* В соответствии с Распоряжением Правительства РФ № 430-р от 05.03.2022 «Об утверждении перечня иностранных государств и территорий, совершающих недружественные действия в отношении Российской Федерации, российских юридических и физических лиц».

Источник: Валютная структура поступлений за экспорт товаров и услуг по внешнеторговым контрактам, в % к итогу / ЦБ РФ. https://cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/cur_str_new.xlsx

ЦБ РФ и Минфин России в 2022–2025 гг. в условиях свободно плавающего курса рубля не переставали влиять на его обменный курс. Они не отказались от валютных интервенций (до середины 2024 г. через межбанковский валютный рынок (Московской биржи, МБ), а после – через внебиржевой рынок), выполняемых в рамках бюджетного правила и операций со средствами Фонда национального благосостояния (ФНБ). Так, начиная с 2023 г., Банк России в рамках бюджетного правила периодически осуществлял на внутреннем валютном рынке операции зеркалирования по покупке и продаже иностранной валюты. Эти операции он совершает с целью пополнения или использования Минфином России средств ФНБ для вложения в финансовые активы (например, акции ПАО «Сбербанк», ПАО «Аэрофлот»), номинированные в иностранной валюте и рублях, а также операции для покрытия дефицита бюджета вне бюджетного правила с условием, что они не будут существенно искажать рыночный курс рубля. При этом последние операции за последние три года стали достаточно масштабными (суммарно около 10 трлн руб.) [21, с. 39–40].

Таблица 6

Изменение иностранных обязательств и активов субъектов российской экономики, млрд долл. США, по данным платежного баланса («+» – увеличение, «-» – уменьшение)

Показатель	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (оценка)
Чистое принятие обязательств, всего	-39,5	43,9	-123,9	-7,3	9,2	10,0
<i>Чистое принятие обязательств, портфельные инвестиции</i>	-48,9	-18,2	-84,2	2,7	18,6	н/д
Центральный банк и кредитные организации	-28,8	-8,4	-27,4	8,6	8,0	н/д
Органы государственного управления	3,7	-2,7	-15,5	-6,5	-5,3	н/д
Прочие секторы	-23,9	-7,2	-41,3	0,5	16,0	н/д
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы, всего	13,3	104,4	110,4	41,4	65,8	55,8
<i>Чистое приобретение финансовых активов, портфельные инвестиции</i>	7,0	38,2	123,4	30,7	66,0	н/д
Центральный банк и кредитные организации	-4,7	-4,7	-1,7	-17,1	-5,8	н/д
Органы государственного управления	1,2	3,4	5,8	2,4	4,1	н/д
Прочие секторы	10,6	39,5	119,3	45,3	67,7	н/д
Резервные активы	-13,8	63,5	-7,3	-10,0	-3,8	-18,5

Рассчитано по: платежный баланс Российской Федерации (стандартные компоненты) / ЦБ РФ. https://cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/bop/bal_of_payments_standart.xlsx

Как видно из данных табл. 6, денежные власти постоянно присутствуют на валютном рынке на стороне как спроса, так и предложения. Увеличивая свои иностранные обязательства, денежные власти выступают на валютном рынке как на стороне предложения, наращивая чистое приобретение финансовых активов, так и на стороне спроса, кредитуя преимущественно прочие сектора экономики.

Как следует из табл. 6, в 2022 г. резко сократились обязательства ЦБ и органов государственной власти перед нерезидентами, что было связано с блокировкой активов и введением прочих финансовых санк-

ций. Сокращение обязательств правительства сопровождалось увеличением финансовых активов, благодаря беспрецедентному росту нефтегазовых доходов весной 2022 г., что позволило не только покрыть нефтегазовый дефицит федерального бюджета, но и нарастить валютные активы (в юанях) и запасы монетарного золота.

Политика денежного предложения

Политика денежного предложения в части прироста денежной базы (ДБ), по мнению В.Е. Маневича, должна иметь важное место в операционной деятельности денежных властей (ЦБ и Минфина), так как способна регулировать в обращении объемы денег высокой эффективности, а также создавать дополнительные источники финансирования дефицита бюджета за счет роста государственного долга и дополнительных ресурсов для КО со стороны ЦБ. При этом наращивание внутреннего долга, превышающее размер бюджетного дефицита, не целесообразно, так как это приводит к сокращению ДБ и замедлению объемов внутреннего кредитования реальной экономики [1, с. 96].

ДБ возрастает, если растут активы ЦБ (чистые иностранные активы и/или внутренний кредит) или сокращаются чистые обязательства ЦБ перед органами государственной власти (правительством) и нерезидентами. И наоборот, ДБ сокращается, если активы ЦБ снижаются за счет сокращения чистых иностранных активов и/или внутреннего кредита в экономике или возрастания в пассивах ЦБ чистых обязательств правительства страны и прочих обязательств. Таким образом, схематичное представление баланса Банком России показало, что ДБ Банка России на 1 января 2026 г. составляла 30,7 трлн руб. (см. табл. 7).

Однако для того, чтобы рассмотреть баланс Банка России через призму постатейного формирования ресурсов Банка России и направления их использования, важно дополнительно исследовать схематичное изменение баланса Банка. Так, в качестве ресурсов выступают прирост обязательств (ДБ и депозитов) и сокращение части активов (чистых иностранных активов и требований к другим секторам). Как видно на 1 января 2026 г. ресурсы Банка России использовались исключительно для прироста ДБ (2,7 трлн руб.) и снижения чистых иностранных активов (2,1 трлн руб.), которые способствовали приросту требований к КО (1,6 трлн руб.) и сокращению требований к правительству (1,9 трлн руб.). (см. табл. 8).

Так, сокращение требований к правительству в ЦБ напрямую было связано с финансированием дефицита федерального бюджета за счет средств ФНБ, что привело к увеличению количества денег (М2) в обращении. Вторым источником покрытия дефицита федерального бюджета явился выпуск Минфином России облигаций федерального

Таблица 7

Схематичное представление баланса ЦБ РФ на 01.01.2026 г., трлн руб.

Активы 66,7	Пассивы 66,7
Чистые иностранные активы 56,7	Чистые обязательства перед органами государственной власти 5,1
	Денежная база 30,7
Внутренний кредит 10,0, в том числе: требования к КО 8,5 требования к другим секторам 1,5	Капитал, резервы и прочее 31,0

Рассчитано по: Статистический бюллетень Банка России № 1 (392). 2026. <https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59640/Bbs2601r.pdf>

Таблица 8

Схематичное представление изменения баланса ЦБ РФ за 2025 г., трлн руб.

Ресурсы (уменьшение активов / прирост обязательств)	Использование (прирост активов / уменьшение обязательств)
Снижение чистых иностранных активов 2,1	Сокращение требований к правительству 1,9
Прирост денежной базы 2,7	Прирост требований к КО 1,6
Прирост депозитов 0,1	Сокращение прочих обязательств 1,7
Сокращение требований к другим секторам 0,2	
Итого ресурсов: 5,2	Итого использование: 5,2

Рассчитано по: Статистический бюллетень Банка России № 1 (392). 2026. <https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59640/Bbs2601r.pdf>

займа (ОФЗ), способствующее наращиванию внутреннего госдолга¹⁰. Как отмечал В.Е. Маневич [1, с. 98], если рост госдолга сопровождается одновременным приростом остатков на счетах бюджета, то это приводит к сокращению ДБ. О неэффективном использовании бюджетных средств и их медленной оборачиваемости свидетельствуют исследования института ВЭБ [27]. Так, в 2023 г. прирост остатков средств на счетах федерального бюджета достиг почти 2,8 трлн руб. При этом объем

¹⁰ Государственный внутренний долг России в 2025 г. (на 1 декабря) составил 30,0 трлн руб. Общий объем государственного долга (включая внешний) превысил 34,4 трлн руб., составив около 16,5% ВВП. Основную часть внутреннего долга составляют ОФЗ-ПД и ОФЗ-ПК. https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/internal/structure (дата обращения: 14.03.2026).

привлечения средств на внутреннем долговом рынке не превышал 2,6 трлн руб.¹¹ В 2023 г. был введен механизм единого налогового счета, который также внес существенные искажения в процесс перераспределения налоговых поступлений между бюджетами различных уровней, в результате чего потребовалась срочная корректировка. С 2024 г. избыточные остатки по счетам федерального бюджета заметно сократились. По итогам 2025 г. чистое сокращение остатков средств федерального бюджета составило почти 1,0 трлн руб., т. е. 18,0% от объема всех источников финансирования дефицита.

Таким образом, риски наращивания государственного внутреннего долга заключаются не только в росте нагрузки на бюджет¹², но и в искажении структуры ресурсов ЦБ, где активно растет доля срочных и процентных обязательств.

В.Е. Маневич был сторонником непопулярной меры – эмиссионного финансирования дефицита федерального бюджета. Он считал, что эмиссия до 3% ВВП позволила бы поддерживать устойчивый объем бюджетного дефицита, непосредственно связанного с модернизацией российской экономики на новой технологической основе [1, с. 99]. В качестве обоснования приводились ссылки на работы, которые не подтверждают прямой связи между ростом денежной массы и инфляцией [23]. Вместе с тем фискальная теория инфляции [24], фискальная теория уровня цен [25] утверждают, что в условиях фискального доминирования даже долговое финансирование дефицита бюджета приводит к росту инфляции. Более того, в условиях мобилизационной экономики эмиссионное финансирование дефицита бюджета свидетельствует о фактической потере независимости ЦБ и возникновению рисков гиперинфляции¹³.

¹¹ Краткая информация об исполнении федерального бюджета (млрд руб.) / Минфин России.

¹² По расчетам ЦМАКП, за период 2019–2025 гг. расходы на обслуживание госдолга выросли на 249%, опередив увеличение расходов на национальную оборону (рост на 213%) или социальную политику (рост на 114%). См.: *Башкатова А.* Платежи по госдолгу растут быстрее расходов на оборону // Независимая газета, 03.08.2025. https://www.ng.ru/economics/2025-08-03/1_4_9307_debt.html (дата обращения: 14.03.2026).

¹³ В этой связи следует сослаться на более раннюю работу В. Е. Маневича «Экономические дискуссии 20-х годов» [26]. Экономисты и финансисты в начале 1920-х гг. вели активную дискуссию о возможности эмиссионного финансирования дефицита нового советского государства, которое находилось под влиянием внешних ограничений и острого внутреннего политического, экономического и социального кризиса. Так, С. Фалькнер, О. Шмидт, В. Базаров полагали, что контролируемая эмиссия создает дополнительный доход для государства. Напротив, С. Струмилин, Д. Кузовков предупреждали о негативных последствиях обесценения денег [26, с. 56–57]. Приоритет военных и социальных нужд в текущих условиях уже создает дисбаланс денежного предложения, ограничивая возможности ЦБ по контролю за инфляцией. В этой связи нельзя согласиться с предложением о контролируемом эмиссионном финансировании дефицита бюджета.

Выводы

Проведя анализ денежно-кредитной политики Банка России и развития российской экономики в 2022–2025 гг. с позиций выводов и рекомендаций в области монетарной, бюджетной и долговой политики, высказанных В.Е. Маневичем в 2018 г. в статье «Монетарная политика Центрального банка РФ и динамика российской экономики в 2015–2017 гг.», авторы статьи пришли к заключению, что *большинство выводов и рекомендаций В.Е. Маневича остаются актуальными и востребованными для развития российской экономики в условиях внешнеэкономических санкций.*

Во-первых, современная процентная политика Банка России остается чрезмерно жесткой в условиях замедления экономического роста и структурных дисбалансов, вызванных международными санкциями и геополитической обстановкой. В условиях структурного профицита ликвидности в банковском секторе Банк России должен снижать кредитные ставки в экономике (в первую очередь для нефинансовых организаций) до уровня ставки по депозитам кредитных организаций в Центральном банке. В качестве ориентира, до которого может быть снижена ставка по депозитам кредитных организаций в Центральном банке, можно принять доходность по государственным облигациям. Это позволило бы Банку России активизировать кредитную и инвестиционную активность кредитных организаций в реальной экономике.

Во-вторых, как отмечал В.Е. Маневич, эффект от изменения валютного курса рубля на российскую экономику не так однозначен, как принято считать. Увеличение доли расчетов в рублях дает преимущество российским экспортерам при слабеющем рубле по сравнению с конкурирующими продавцами товаров и услуг, номинируемых в других валютах (и наоборот). Сокращение выплат инвестиционных доходов и обязательств перед нерезидентами снижает спрос на иностранную валюту и препятствует оттоку капитала за рубеж.

В-третьих, несмотря на свободно плавающий обменный курс рубля, ЦБ РФ и Минфин России продолжают осуществлять операции по покупке и продаже иностранной валюты. В основном они носят характер зеркалирования с целью пополнения или использования Минфином России средств ФНБ для вложения в финансовые активы, номинированные в иностранной валюте и рублях, а также операции для покрытия дефицита бюджета вне бюджетного правила. В настоящее время действенным механизмом влияния Банка России на курс национальной валюты остаются только ограничение на потоки капитала и обязательная продажа валютной выручки.

В-четвертых, механизм бюджетного правила, как упоминал В.Е. Маневич, создавался с целью снижения зависимости обменного курса рубля от цены нефти. Однако на постоянной основе практиче-

ски ни одна из конструкций бюджетного правила в России не работала. С 2022 г. операции по покупке и продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила неоднократно приостанавливались. Изменение ключевой ставки и операции в рамках бюджетного правила не оказывают значимого влияния на обменный курс рубля.

Наконец отметим, что политика денежного предложения и особенно ее реализация в части динамики прироста денежной базы должна найти отражение в макроэкономическом прогнозе Банка России и среднесрочных бюджетных прогнозах Минфина России. Банк России, как показал В.Е. Маневич, не должен игнорировать динамику прироста денежной базы при реализации режима инфляционного таргетирования. Это подтверждает структурный анализ схематичного изменения баланса Банка России за 2025 г., сделанный авторами статьи. Особое значение имеет также анализ, установленной В.Е. Маневичем взаимосвязи, между приростом денежной базы и приростом государственного долга. Но в отличие от В.Е. Маневича авторы не рассматривают необходимость финансирования госдолга за счет эмиссии Банка России. В то же время можно согласиться с утверждением В.Е. Маневича, что наращивание внутреннего долга, значительно превышающее размер текущего бюджетного дефицита, приводит к сокращению денежной базы и замедлению темпов внутреннего кредитования в российской экономике.

ЛИТЕРАТУРА/ REFERENCES

1. Маневич В.Е. Монетарная политика Центрального банка РФ и динамика российской экономики в 2015–2017 гг. // *Экономическая наука современной России*. 2018. № 4 (83). С. 85–102. [Manevich V.E. Central Bank (RF) Monetary Policy and the Dynamics of the Russian Economy 2015–2017 // *Economics of Contemporary Russia*. 2018. No. 4 (83). Pp. 85–102. (In Russ.)] EDN: YUCCHB.
2. Банк России. Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. М.: Банк России. 2024. № 11. [Bank of Russia. Monetary conditions and the transmission mechanism of monetary policy. Moscow: Bank of Russia. 2024. No. 11. (In Russ.)]
3. Werning I. Expectations and the rate of inflation. National Bureau of Economic Research // Working Paper 30260. 2022. July.
4. Банк России. Обзор денежно-кредитной политики. Доклад для общественных консультаций. М.: Банк России. 2023. № 5. [Bank of Russia. Monetary Policy Review. Report for Public Consultations. Moscow: Bank of Russia. 2023. No. 5. (In Russ.)]
5. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. М.: Банк России. 2025. [Bank of Russia. Main directions of the unified state monetary policy for 2026 and the period 2027–2028. Moscow: Bank of Russia. 2025. (In Russ.)]
6. Дробышевский С.М., Казакова М.В., Синельникова-Мурылева Е.В., Трунин П.В., Фокин Н.Д. Трендовая инфляция: оценки для российской экономики // *Вопросы экономики*. 2023. № 1. С. 5–25. [Drobyshevsky S.M., Kazakova M.V., Sinelnikova-Muryleva E.V., Trunin P.V., Fokin N.D. Trend inflation: Estimates for the Russian

- economy // *Voprosy Ekonomiki*. 2023. No. 1. Pp. 5–25. (In Russ.)] DOI: 10.32609/0042-8736-2023-1-5-25. EDN: ECEGGC.
7. *Моисеев С.Р.* Денежное агрегирование: концепция, критика и современные альтернативы // *Вопросы экономики*. 2023. № 1. С. 26–44. [Moiseev S.R. Monetary aggregation: Concept, critics and modern alternatives // *Voprosy Ekonomiki*. 2023. No. 1. Pp. 26–44. (In Russ.)] DOI: 10.32609/0042-8736-2023-1-26-44. EDN: HOCILN.
 8. *Власов С.А., Синяков А.А.* Эффективность государственных инвестиций и выводы для денежно-кредитной политики в России // *Вопросы экономики*. 2020. № 9. С. 22–39. [Vlasov S.A., Sinyakov A.A. Public investment efficiency and monetary policy consequences: The case of investment ratio enhancing policy in Russia // *Voprosy Ekonomiki*. 2020. No. 9. Pp. 22–39. (In Russ.)] DOI: 10.32609/0042-8736-2020-9-22-39. EDN: FTKVIK.
 9. *Cochrane J.H.* The Fiscal Roots of Inflation // *Review of Economic Dynamics*. 2022. Vol. 45. Pp. 22–40.
 10. *Hilscher J., Raviv A., Reis R.* Inflating Away the Public Debt? An Empirical Assessment // *Review of Financial Studies*. 2021. Vol. 35. No. 3. Pp. 1553–1595.
 11. *Андрюшин С.А.* Фискальная теория денежно-кредитной политики: основные положения и рекомендации // *Terra Economicus*. 2025. Т. 23. № 3. С. 6–20. [Andryushin S.A. Fiscal theory of monetary policy: basic provisions and recommendations // *Terra Economicus*. 2025. Vol. 23. No. 3. Pp. 6–20. (In Russ.)] DOI: 10.18522/2073-6606-2025-23-3-6-20. EDN: UTKTMF.
 12. *Бахтизин А.Р.* Сложившиеся тенденции денежно-кредитной политики и точки роста экономики России // *Научные труды ВЭО России*. 2023. Т. 244. № 6. С. 175–192. [Bakhtizin A. R. Current trends in monetary policy and growth points of the Russian economy // *Scientific works of the VEO of Russia*. 2023. Vol. 244. No. 6. Pp. 175–192. (In Russ.)] DOI: 10.38197/2072-2060-2023-244-6-175-192. EDN: BWDUST.
 13. *Букина И.С., Маневич В.Е.* Кредитно-денежная и финансовая система России в 2015 году и в первом полугодии 2016 года: научный доклад. М.: Институт экономики РАН. 2016. [Bukina I.S., Manevich V.E. Credit, monetary and financial system of Russia in 2015 and in the first half of 2016: scientific report. Moscow: Institute of Economics of the RAS. 2016. (In Russ.)]
 14. *Глазьев С.* О таргетировании инфляции // *Вопросы экономики*. 2015. № 9. С. 124–135. [Glazuev S. On inflation targeting // *Voprosy Ekonomiki*. 2015. No. 9. Pp. 124–135. (In Russ.)] DOI: 10.32609/0042-8736-2015-9-124-135. EDN: UIKPLF.
 15. *Дементьев В.Е.* Экономическая теория и экономическая история // *Вопросы экономики*. 2025. № 4. С. 5–33. [Dementiev V.E. Economic theory and economic history // *Voprosy Ekonomiki*. 2025. No. 4. Pp. 5–33. (In Russ.)] DOI: 10.32609/0042-8736-2025-4-5-33. EDN: HJIGLP.
 16. *Ершов М.В.* Российская экономика в условиях новых санкционных вызовов // *Вопросы экономики*. 2022. № 12. С. 5–23. [Ershov M.V. Russian economy in the face of new sanctions challenges // *Voprosy Ekonomiki*. 2022. No. 12. Pp. 5–23. (In Russ.)] DOI: 10.32609/0042-8736-2022-12-5-23. EDN: XTFZDO.
 17. *Маевский В.И., Малков С.Ю., Рубинштейн А.А.* Макроэкономические условия перехода России к высоким темпам роста: опыт Х-экономики Китая // *Вопросы экономики*. 2023. № 10. С. 98–123. [Mayevsky V.I., Malkov S.Y., Rubinstein A.A. Macroeconomic conditions of Russia's transition to high growth rates: China's

- experience // *Voprosy Ekonomiki*. 2023. No. 10. Pp. 98–123. (In Russ.)]
DOI: 10.32609/0042-8736-2023-10-98-123. EDN: NNADMV.
18. *Caramp N., Silva D.H.* Fiscal policy and the monetary transmission mechanism. 2023. August. P. 55. <https://www.nicolascaramp.com/files/fiscal-policy.pdf> (accessed: 14.03.2026).
 19. *Cochrane J.* Expectations and the neutrality of interest rates. BIS Working Papers. No. 1136. 2023. October. P. 1. <https://www.bis.org/publ/work1136.pdf> (accessed: 14.03.2026).
 20. Платежный баланс Российской Федерации. № 4 (13). IV квартал 2022 года. Информационно-аналитический комментарий. Банк России. [Balance of Payments of the Russian Federation. No. 4 (13). IV quarter of 2022. Information and analytical commentary. Bank of Russia. (In Russ.)] https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43679/Balance_of_Payments_2022-4_13.pdf (дата обращения: 14.03.2026)
 21. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. М.: Банк России. 2024. [Bank of Russia. Main directions of the single state monetary policy for 2025 and the period 2026–2027. Moscow: Bank of Russia. 2024. (In Russ.)]
 22. *Клепач А.Н.* Бюджетная политика 2020–2026 годов: в условиях турбулентности // Научные труды Вольного экономического общества России. 2024. Т. 245. № 1. С. 122–135. [Klepach A.N. Fiscal Policy for 2020–2026: Amid Turbulence // Scientific Works of the Free Economic Society of Russia. 2024. Vol. 245. No. 1. Pp. 122–135. (In Russ.)] DOI: 10.38197/2072-2060-2024-245-1-122-135. EDN: NQIDOO.
 23. *Борзых О.А., Могилат А.Н.* Монетарный анализ: альтернативный взгляд на трансмиссионный механизм в российской экономике // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 48–54. [Borzikh O.A., Mogilat A.N. Monetary analysis: an alternative view of the transmission mechanism in the Russian economy // Russian Journal of Money and Finance. 2017. No. 9. Pp. 48–54. (In Russ.)] EDN: ZGFNOV.
 24. *Sargent T., Wallace N.* Some unpleasant monetarist arithmetic // Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis. 1981. Vol. 5. No. 3. DOI: 10.21034/qr.531.
 25. *Leeper E.M.* Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policies // Journal of Monetary Economics. Elsevier, 1991. Vol. 27 (1). Pp. 129–147.
 26. *Маневич В.Е.* Экономические дискуссии 20-х годов. М.: Экономика, 1989. [Manevich V.E. Economic discussions of the 1920s. Moscow: Economica, 1989. (In Russ.)]

Дата поступления рукописи: 09.02.2026 г.

Дата принятия к публикации: 02.04.2026 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

Андриюшин Сергей Анатольевич – доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия
ORCID: 0000-0003-2620-8515
sandr956@gmail.com

Букина Ирина Сергеевна – кандидат экономических наук, руководитель Центра макроэкономического анализа и прогнозирования ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия
ORCID: 0000-0002-9289-2899
ibukina79@yandex.ru

Свиридов Антон Павлович – научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия
ORCID: 0000-0001-7175-1213
rassantop@gmail.com

ABOUT THE AUTHORS

Sergey A. Andryushin – Dr. Sci. (Econ.), Professor, Chief Researcher, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia
ORCID: 0000-0003-2620-8515
sandr956@gmail.com

Irina S. Bukina – Cand. Sci. (Econ.), Head of the Center for Macroeconomic Analysis and Forecasting, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia
ORCID: 0000-0002-9289-2899
ibukina79@yandex.ru

Anton P. Sviridov – Researcher, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia
ORCID: 0000-0001-7175-1213
rassantop@gmail.com

Dedicated to Vitaly Efimovich Manevich

MONETARY POLICY OF THE BANK OF RUSSIA AND THE DEVELOPMENT OF THE RUSSIAN ECONOMY IN 2022–2025

In 2018, the journal “Economic Science of Contemporary Russia” published an article by Vitaly Efimovich Manevich, a Soviet and Russian economist, Doctor of Economics, Professor, and Chief Researcher at the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. The article “Monetary Policy of the Central Bank of the Russian Federation and the Dynamics of the Russian Economy in 2015–2017” was published after the author’s death. The article’s main conclusion was as follows: the Central Bank of the Russian Federation is capable of influencing economic growth not only by regulating aggregate demand and redistributing resources between economic activities, but also by jointly creating, with the Russian government, additional sources for financing the budget deficit, directly linked to the monetary base and the country’s domestic debt. The authors, in their study, confirm V.E. Manevich’s findings on the limitations of inflation targeting in the face of external challenges and substantiate the need for a changed approach to managing the exchange rate and money supply. Using statistical data on the Russian economy for 2022–2025, the article demonstrates that a structural liquidity surplus of the bank sector, coupled with high interest rates, constrains lending to the real sector of the economy and slows economic growth. Based on V.E. Manevich’s methodology, the need for greater coordination of monetary and fiscal policies in managing the money supply and public debt is substantiated.

Keywords: *Bank of Russia, exchange rate, monetary base, deposits, budget deficit, gold and foreign exchange reserves, foreign assets, loans, interest rate.*

JEL: E00, E22, E52, H50, O11.