А.В. КОШКИН
кандидат экономических наук, старший преподаватель кафедры экономической теории Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого

СЕГМЕНТИРОВАННАЯ МОБИЛЬНОСТЬ КАПИТАЛА И МОНЕТАРНАЯ ТРАНСМИССИЯ: РОССИЯ ПОСЛЕ 2022 ГОДА КАК НОВЫЙ КОНТЕКСТ ДЛЯ ТРИЛЕММЫ МАНДЕЛЛА–ФЛЕМИНГА

В работе рассматривается, как изменилась связь между ставкой денежного рынка и кредитованием нефинансовых организаций после сегментации внешнего счета операций с капиталом в 2022 г. Для анализа используются месячные данные по России за 2014–2025 гг. Основное внимание уделяется процентному каналу денежно-кредитной трансмиссии. Показано, что корреляция между изменением RUONIA и темпом прироста кредита становится отрицательной. Регрессионные оценки согласуются с этим сдвигом, хотя не достигают стандартных уровней значимости. Анализ дополняется рассмотрением спреда между RUONIA и ключевой ставкой. Статья позиционируется как разведочный эмпирический анализ. Полученные результаты позволяют предположить, что сегментация внешних потоков капитала способна усиливать внутренний процентный канал денежно-кредитной политики. Российский случай 2022 г. интерпретируется как новый контекст для проверки ограничений, задаваемых трилеммой Манделла–Флеминга.

Ключевые слова: *трилемма Манделла–Флеминга, мобильность капитала, монетарная трансмиссия, процентный канал, кредитование.*

УДК: 336.711

EDN: IYQCMP

DOI: 10.52180/2073-6487_2026_5_135_163

Введение

Вопрос о границах денежно-кредитной политики в открытой экономике остается одним из самых обсуждаемых в макроэкономике. С тех пор как Р.А. Манделл [16] и Дж.М. Флеминг [13] показали, что при высокой мобильности капитала фиксированный курс лишает центральный банк самостоятельности, экономисты возвращаются к этому выводу в разных контекстах. Трилемма Манделла–Флеминга формулирует выбор между стабильностью курса, свободой движения капитала и независимостью монетарной политики, и до сих пор она

служит удобной рамкой для анализа ограничений, с которыми сталкиваются денежные власти. Но эта рамка предполагает, что капитал однороден, а счет операций с ним либо открыт, либо закрыт. Реальная экономика устроена иначе. После финансового кризиса 2007–2009 гг. стало заметно, что разные типы капитала ведут себя по-разному, а регулирование часто носит сегментированный характер, когда одни потоки остаются свободными, другие ограничиваются, третьи практически исчезают под давлением внешних шоков, что делает классическую постановку трилеммы слишком грубой для описания современных экономик.

Российский случай 2022 г. дает редкую возможность увидеть, как работает монетарная политика после резкого закрытия значительной части внешнего финансового счета. Введенные санкции, заморозка резервов и ограничения на трансграничные операции фактически лишили российский финансовый сектор привычной связи с глобальным рынком капитала. Формально рубль остался плавающим, но экономика перестала быть открытой в прежнем смысле. Внешний долг банков начал быстро сокращаться, нерезиденты ушли с рынка государственных облигаций, портфельные потоки потеряли значение. В то же время прямые инвестиции не исчезли полностью, хотя и изменили географию и структуру. Возникла ситуация, которую уместно назвать сегментированной мобильностью капитала. Для проверки трилеммы в таком контексте нужна не только констатация самого факта закрытия счета, но и анализ того, как изменилось действие монетарной политики.

Сегментированная мобильность капитала означает, что внешний счет операций с капиталом перестает быть единым целым и распадается на несколько слабо связанных между собой сегментов, каждый из которых обладает собственной чувствительностью к внутренним денежно-кредитным условиям. В российском случае 2022 г. можно выделить как минимум четыре таких сегмента. Первый – это прямые иностранные инвестиции, которые наиболее инертны и слабо реагируют на изменение внутренней ставки. Второй – портфельные инвестиции, которые отличаются высокой краткосрочной чувствительностью, но после февраля 2022 г. были подавлены в первую очередь из-за ограничений на операции нерезидентов и инфраструктурных санкций. Третий – банковские кредиты и депозиты, то есть наиболее чувствительный к ставке сегмент, который также испытал резкое сжатие из-за отключения ряда банков от международных платежных систем. Четвертый – прочие инвестиции, включая торговые кредиты и авансы, которые частично сохранились, но изменили маршруты и стали менее предсказуемыми. Такая сегментация появилась не в результате постепенной макроэкономической эволюции – она возникла как вынужден-

ная реакция на внешний шок, что делает российский случай чрезвычайно интересным для анализа.

Особый интерес для автора в данной работе представляет трансмиссионный механизм. Если до 2022 г. открытость счета операций с капиталом[1] ослабляла влияние ключевой ставки на внутренние кредитные и ценовые процессы, то после шока эта связь должна была усилиться. Иными словами, закрытие внешнего контура не просто ограничило потоки, оно изменило саму природу денежно-кредитной политики в России. Этот сюжет уже затрагивается в работах, анализирующих реакцию Банка России на санкционные вызовы. Так, М.Ю. Головнин [1] обращает внимание на то, что валютные ограничения и резкий подъем ставки помогли в течение краткосрочного периода удержать ситуацию, хотя, по его же замечанию, одними этими мерами обойтись нельзя и нужны иные подходы к курсовой политике. Фрагментация мировой экономики рассматривается им и в другой работе [2], где российский случай выделен особо в связи с тем, что последствия санкционного режима вышли за пределы национальной экономики, затронув динамику глобальных товарных рынков. А.Н. Могилат подчеркивала, что трансмиссионный механизм в России представляет собой сложную систему, в которой процентный канал взаимодействует с кредитным, валютным и балансовым каналами [11]. Ранее уже отмечалось, что финансовый рынок России становится фрагментированным, а трансмиссия в условиях санкционного давления работает неравномерно [8]. Для стандартных моделей денежно-кредитной политики это серьезный вызов, так как они плохо приспособлены к описанию экономики, которая вынуждена существовать с сегментированным счетом операций с капиталом.

Ограничения трилеммы Манделла–Флеминга также активно исследуются в научной литературе. Прежде всего в этом контексте представляется уместным упомянуть исследование Н.Д. Голотвина и С.Ф. Серегиной [3], которые фиксируют, что традиционные инструменты смягчения этих ограничений, в первую очередь резервы и интервенции, теряют действенность в изменившейся мировой экономике. Более информативным индикатором уязвимости они считают отношение краткосрочного внешнего долга к резервам, что послужило примером логики построения работы, на которую опирался автор. В настоящей

[1] Здесь и далее под «счетом операций с капиталом» автором понимается совокупность трансграничных потоков капитала, отражаемых в платежном балансе по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами. В международной литературе по трилемме Манделла–Флеминга данному понятию соответствует термин «*capital account*», исторически охватывающий как собственно счет операций с капиталом, так и финансовый счет. Такое расширительное употребление сохранено в настоящей работе для терминологической преемственности с цитируемыми исследованиями.

статье тоже нет жесткого деления на открытость и закрытость, а вместо этого учитывается структура внешних обязательств. Ситуация, в которой оказалась Россия после 2022 г., интересна не столько как очередной эпизод нестабильности, в рамках которого быстро и вынужденно поменялась сама конфигурация мобильности капитала, сколько именно как уникальный эмпирический материал для проверки классических гипотез. К тому же, как было показано ранее, сегментированные потоки капитала влияют на монетарную автономию в развивающихся экономиках, а после 2022 г. этот процесс стал заметнее [15].

Цель исследования состоит не в строгой проверке причинно-следственной связи, а в том, чтобы на доступных данных проследить, как изменилась сопряженность между процентной ставкой и кредитованием после того, как внешний счет операций с капиталом оказался закрыт и сегментирован. Исходя из этого, работа носит разведочный характер и не претендует на исчерпывающую эконометрическую идентификацию. В центре анализа находится соотношение между денежно-кредитными индикаторами и динамикой кредитования. Такой подход позволяет не просто зафиксировать изменение режима, но и показать, что монетарная трансмиссия стала работать иначе. *Это важно не только для понимания российского кейса, но и в контексте общей дискуссии о том, насколько гибкой должна быть трилемма Манделла-Флеминга в условиях фрагментации мировой финансовой системы.*

Методы

Эмпирическая часть исследования опирается на месячные статистические данные по российской экономике за период с января 2014 по декабрь 2025 г. Основной массив собран из открытых источников Банка России, Росстата и Минфина России и представлена в Приложении. Ключевая ставка и RUONIA взяты из статистики Банка России, причем RUONIA агрегирована до месячной средней арифметической. Показатели кредитования нефинансовых организаций и домашних хозяйств получены из банковской статистики, публикуемой регулятором. Внешний долг, включая долг банков и нефинансового сектора, взят из статистики внешнего сектора. Доля нерезидентов в облигациях федерального займа (ОФЗ) используется как индикатор присутствия внешних инвесторов на внутреннем долговом рынке. Инфляция представлена месячным и годовым индексом потребительских цен, валютный курс взят как среднемесячное значение рубля к доллару и евро. Отдельные квартальные данные по чистым потокам прямых, портфельных и прочих инвестиций дополняют картину трансграничных операций. В расчетах используются месячные ряды, а квартальные показатели привлекаются только для описательной части.

Стратегия исследования строится вокруг прозрачного сопоставления двух режимов денежно-кредитной политики. Первый режим охватывает период с января 2014 по январь 2022 г., когда российская экономика оставалась глубоко интегрированной в мировую финансовую систему, а второй начинается в феврале 2022 г. и продолжается до конца 2025 г. Различие между режимами состоит не только в формальной открытости или закрытости счета операций с капиталом, но и в структуре сегментов, описанных во введении. До 2022 г. все четыре обозначенных во введении сегмента были в той или иной степени доступны российским банкам и заемщикам, что позволяло частично обходить внутренние ограничения ликвидности за счет внешнего фондирования. После февраля 2022 г. наиболее чувствительные к ставке сегменты (портфельные инвестиции и банковское фондирование) были подавлены в первую очередь, тогда как прямые инвестиции и часть прочих инвестиций сохранились, но перестали выполнять роль стабилизатора.

Из этой структуры вытекает ряд предположений о том, как сегментация должна влиять на процентный канал:

– если наиболее чувствительные к ставке внешние сегменты исчезают, то внутренняя ставка перестает конкурировать с внешними источниками фондирования, а ее влияние на кредит становится более прямым;
– если сохранившиеся сегменты, прежде всего прямые инвестиции, слабо реагируют на ставку, то они не могут компенсировать выпавшие потоки, и денежный рынок становится более зависимым от сигналов центрального банка;
– если часть кредитного портфеля обслуживается по нерыночным ставкам или через льготные программы, то усиление реакции совокупного кредита на ставку может быть слабее, чем следует из агрегированных данных;
– если одновременно растет роль валютного курса, то часть монетарного импульса может уходить в курсовые колебания, а не в кредит.

В настоящей работе эти предположения не проверяются со всей строгостью, но задают рамку для интерпретации полученных результатов.

Основная зависимая переменная представляет собой месячное изменение логарифма кредитов нефинансовым организациям:

$$\Delta c_t = \ln(C_t) - \ln(C_{t-1}), \quad (1)$$

где C_t обозначает объем кредитов в месяце t. Такой выбор позволяет сосредоточиться на корпоративном сегменте, который в меньшей сте-

пени подвержен краткосрочным колебаниям потребительского спроса и лучше отражает реакцию банков на изменение стоимости фондирования. В качестве альтернативы рассматриваются кредиты физическим лицам, но они используются скорее для проверки устойчивости выводов. Главная объясняющая переменная строится на основе RUONIA, которая находится ближе к фактической цене денег в экономике, чем ключевая ставка, поскольку отражает реальные условия межбанковского рынка и быстрее впитывает изменения ликвидности, что позволяет избежать при ее использовании как инструмента анализа разрыва между формальным сигналом центрального банка и действительной стоимостью ресурсов, с которой сталкиваются банки.

Для оценки изменения силы процентного канала вводится бинарная переменная D_t, принимающая единицу с февраля 2022 г. Основной интерес представляет взаимодействие этой переменной с изменением ставки. Оценивается уравнение вида:

$$\Delta c_t = \alpha + \beta_1 \Delta i_t + \beta_2 D_t + \beta_3 (\Delta i_t \times D_t) + \gamma X_t + \varepsilon_t, \quad (2)$$

где Δi_t обозначает изменение ставки RUONIA, а X_t включает контрольные переменные. Коэффициент β_3 показывает, насколько изменилась чувствительность кредитования к ставке после сдвига режима. Если β_3 значим и отрицателен, это означает, что после закрытия внешнего счета операций с капиталом рост ставки стал сильнее сдерживать кредитование.

Оценка ведется на месячных данных без дополнительных контрольных переменных из-за того, что сопоставимый ряд по кредитованию довольно короткий. Включение инфляции и валютного курса в базовую спецификацию сократило бы число степеней свободы. Кроме того, обе переменные тесно связаны с шоковой переменной 2022 г., из-за чего коэффициенты стало бы труднее интерпретировать. Поэтому контрольные переменные не вводятся, а их возможная роль обсуждается в ограничениях работы. Лаги зависимой переменной тоже не используются, так как их введение потребовало бы более сложного расчета кумулятивных эффектов. Вместо этого стандартные ошибки берутся в робастной форме, что представляется оправданным в условиях высокой волатильности показателей в 2022 г., когда отдельные месяцы дают экстремальные значения, которые способны исказить выводы о значимости.

Важно подчеркнуть, что речь идет не о попытке установить строгую причинно-следственную связь. В 2022 г. наложились сразу несколько шоков, поэтому выделить чистый эффект закрытия счета операций с капиталом статистически трудно. Эмпирическая часть построена как сопоставление двух режимов с осторожной интерпретацией зна-

ков и величин коэффициентов. При этом автор сознательно разграничивает три уровня утверждений. Во-первых, это строгие статистические результаты, которые подтверждаются на стандартных уровнях значимости. Во-вторых, это устойчивые эмпирические закономерности, которые воспроизводятся по знаку и величине в разных спецификациях, но не достигают стандартных порогов значимости. В-третьих, это гипотезы и интерпретации, которые предлагаются как возможное объяснение наблюдаемых сдвигов, но не могут быть доказаны на имеющихся данных. Такое разграничение позволяет избежать как переоценки, так и недооценки полученных результатов.

В.А. Зверева [6] показывает, что банковские ставки реагируют на меры Банка России неравномерно по срокам и сегментам, а эффект денежно-кредитной политики проявляется с лагом от одного до трех месяцев. Эта инерция учитывается в лаговых спецификациях. С.И. Колесник, Ф.С. Картаев и А.В. Зубарев [7] отмечают, что кредитный импульс в России значимо отзывается прежде всего на ужесточение политики, тогда как смягчение действует слабее. Это представляется весьма существенным для последующего анализа, так как после 2022 г. ставка сначала резко повышалась, потом снижалась, а затем последовал новый цикл ужесточения.

Дополнительно анализируется разрыв между RUONIA и ключевой ставкой:

$$s_t = i_t^{\text{RUONIA}} - i_t^{key}, \tag{3}$$

где i_t^{key} обозначает ключевую ставку Банка России. До 2022 г. этот спред был относительно узким и стабильным, что отражало доступ банков к внешнему фондированию и общую предсказуемость денежного рынка. После февраля 2022 г. спред стал более волатильным. Анализ этого показателя позволяет увидеть, как изменилась сама среда, в которой работает процентный канал. Если раньше внешняя ликвидность сглаживала резкие движения внутренних ставок, то после закрытия счета операций с капиталом денежный рынок стал сильнее реагировать на сигналы центрального банка. Это, в свою очередь, должно было повысить чувствительность кредитования к изменениям RUONIA.

Связь между открытостью счета операций с капиталом и эффективностью монетарной политики обсуждается в международной литературе не первое десятилетие. Еще М. Обстфельд [17] показал, что даже при плавающем курсе страны не всегда способны изолировать внутреннюю денежно-кредитную политику от глобальных финансовых условий. Х. Рей [18] сформулировала эту проблему еще жестче, утверждая, что глобальный финансовый цикл ограничивает монетарную автономию независимо от режима валютного курса. Эти работы

задают контекст для российского случая, поскольку до 2022 г. Россия как раз находилась под сильным влиянием внешних финансовых циклов. После разрыва с глобальным рынком капитала естественно ожидать, что внутренний процентный канал стал более выраженным.

Исходя из этого, формальная спецификация дополняется лаговыми версиями ставки. Для каждого периода t рассматриваются изменения ставки в текущем и предшествующем месяцах:

$$\Delta i_{t-k}, \; k = 0, 1, 2, 3, \tag{4}$$

что позволяет не фиксировать заранее длину лага, а проверить, на каком горизонте реакция кредита наиболее выражена. Подобный подход согласуется с выводами В.А. Зверевой [6] о лагах от одного до трех месяцев в работе процентного канала в России.

Результаты

Прежде всего представляется уместным зафиксировать общий характер изменений. В табл. 1 приведены описательные статистики для двух периодов: первый – с марта 2019 г. по январь 2022 г., а второй – с февраля 2022 г. по декабрь 2025 г. Это связано с доступностью сопоставимых данных по кредитованию. Также период до февраля 2022 г. оказывается более волатильным по кредиту, хотя средний темп прироста кредитов нефинансовым организациям отрицателен в обоих случаях. Само по себе это не говорит о смене режима, но задает фон для дальнейшего сопоставления.

Разница в волатильности ставки особенно заметна. Среднее изменение RUONIA остается отрицательным в обоих периодах, однако после февраля 2022 г. оно становится более выраженным (−0,203 против −0,020), а стандартное отклонение увеличивается более чем в восемь раз (с 0,232 до 1,875). Минимальное изменение достигает почти –3,94 п.п, тогда как до шока самое резкое снижение составляло –0,63. Это указывает на то, что денежный рынок вошел в режим частых и резких колебаний. Но сама по себе волатильность ставки не гарантирует усиления трансмиссии. Важно, как на эти колебания реагирует кредит.

Наблюдаемый рост волатильности ставки и спреда согласуется с описанной структурой сегментации. До 2022 г. внешние сегменты, прежде всего банковское фондирование и портфельные инвестиции, выполняли роль буфера, когда приток или отток внешней ликвидности сглаживал резкие движения внутренних ставок. После февраля 2022 г. этот буфер исчез. Денежный рынок остался один на один с внутренними шоками ликвидности и сигналами регулятора, что и проявилось в кратном росте волатильности. Это не доказывает, что именно

Таблица 1

Описательные статистики

Показатель	До февраля 2022 г.	После февраля 2022 г.
Число наблюдений	35	47
Средний темп прироста кредитов некредитных финансовых организаций (НФО)	–0,039	–0,006
Медианный темп прироста кредитов НФО	–0,021	–0,027
Минимум темпа прироста кредитов НФО	–0,624	–0,745
Максимум темпа прироста кредитов НФО	0,361	0,507
Стандартное отклонение темпа прироста	0,481	0,338
Среднее изменение RUONIA	–0,020	–0,203
Медианное изменение RUONIA	–0,030	–0,040
Минимум изменения RUONIA	–0,630	–3,940
Максимум изменения RUONIA	0,700	10,170
Стандартное отклонение изменения RUONIA	0,232	1,875

Рассчитано по: данные Банка России. https://www.cbr.ru/hd_base/ruonia/dynamics/ (дата обращения: 12.09.2026); https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/ (дата обращения: 12.09.2026).

Таблица 2

Корреляция изменения RUONIA и кредита НФО до и после февраля 2022 г.

Лаг	Корреляция до	Корреляция после	Ковариация до	Ковариация после
0	0,063	–0,342	0,0071	–0,2207
1	0,039	–0,281	0,0043	–0,1812
2	0,018	–0,224	0,0020	–0,1445
3	–0,004	–0,170	–0,0004	–0,1096

Рассчитано по: данные Банка России. https://www.cbr.ru/hd_base/ruonia/dynamics/ (дата обращения: 12.09.2026); https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/ (дата обращения: 12.09.2026).

сегментация стала причиной роста волатильности, но дает содержательное объяснение наблюдаемой картине.

Табл. 2 показывает парные корреляции между изменением ставки и темпом прироста кредитов нефинансовым организациям для текущего месяца и трех лагов. Дополнительно приведены ковариации, чтобы было видно, из каких величин складывается корреляция.

До февраля 2022 г. связь практически отсутствует. На нулевом лаге она положительная и очень слабая, на третьем лаге почти нулевая, а ковариации при этом малы по абсолютной величине. После февраля 2022 г. знак меняется на отрицательный, и это происходит на всех рассмотренных лагах. Ковариации становятся заметно больше по модулю, что указывает на появление систематической обратной зависимости. Нулевой лаг после шока составляет –0,342, на первом –0,281, затем затухает, но остается отрицательной даже через три месяца.

Это главный описательный результат работы, который показывает, что корреляция между изменением ставки и темпом прироста кредита сменила знак с положительного на отрицательный. Сама по себе смена знака является наблюдаемым фактом, фиксируемым описательными статистиками, а не результатом регрессионного оценивания. Однако интерпретация этого факта как усиления процентного канала трансмиссии остается гипотезой, требующей дальнейшей проверки. Кредит начал реагировать на ставку в предсказуемом направлении, причем реакция проявляется не только сразу, но и с лагом, что соответствует природе банковского кредитования. До 2022 г. такой реакции не наблюдалось. Полученный результат не означает автоматического усиления итогового влияния денежно-кредитной политики на инфляцию. Если параллельно возрастает роль валютного канала или часть кредитного портфеля распределяется по нерыночным ставкам, то усиление реакции кредита на ставку может не сопровождаться пропорциональным усилением влияния на совокупный спрос.

Чтобы убедиться, что результат не является артефактом отдельных выбросов, дополнительно рассчитаны корреляции без учета февраля и марта 2022 г. Эти месяцы отличались экстремальными движениями ставки и кредита, поэтому их исключение полезно для проверки устойчивости (см. табл. 3).

Таблица 3

Корреляции без экстремальных месяцев после шока

Лаг	Корреляция после, полная выборка	Корреляция после, без февраля и марта 2022 г.
0	–0,342	–0,289
1	–0,281	–0,243
2	–0,224	–0,192
3	–0,170	–0,141

Рассчитано автором.

Без двух самых турбулентных месяцев корреляция несколько слабее, но на всех лагах остается отрицательной, из чего следует, что результат не держится только на шоковом эпизоде весны 2022 г. Связь сохраняется и в последующие месяцы.

Дополнительно рассчитаны средние значения спреда по отдельным периодам и его стандартные отклонения (см. табл. 4).

Таблица 4

Характеристики спреда RUONIA и ключевой ставки

Показатель	Январь 2014 – январь 2022	Февраль 2022 – декабрь 2025
Среднее	–0,035	–0,083
Медиана	–0,055	–0,140
Минимум	–2,000	–10,090
Максимум	1,390	2,620
Стандартное отклонение	0,350	1,403

Рассчитано по: данные Банка России. https://www.cbr.ru/hd_base/ruonia/dynamics/ (дата обращения: 12.09.2026); https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 12.09.2026).

Среднее спреда почти не меняется, но его дисперсия возрастает в четыре раза. Медианное значение становится более отрицательным. Это показывает, что после февраля 2022 г. денежный рынок чаще находился в состоянии, когда фактическая ставка была ниже ключевой. Такая ситуация могла быть связана с избытком ликвидности в отдельные месяцы. Но главное – не знак, а возросшая вариация. Стабильность спреда ушла, и вместе с ней ушла прежняя предсказуемость денежного рынка.

Далее переходим к регрессионному анализу. Оценивается уравнение (2), где D_t принимает единицу с февраля 2022 г. Основной интерес представляет коэффициент β_3, показывающий, насколько изменилась чувствительность кредита к ставке после сдвига режима (см. табл. 5).

Таблица 5

Оценки базовой регрессии

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	*t*-статистика	p-value
Константа	0,026	0,039	0,662	0,508
Δi_t	0,131	0,125	1,053	0,292
D_t	–0,034	0,056	–0,607	0,544
$\Delta i_t \times D_t$	–0,119	0,126	–0,944	0,346
N	81			

Рассчитано автором.

До февраля 2022 г. связь между изменением ставки и кредитом положительная, но незначительная по величине. После февраля 2022 г. эффект ставки становится $\beta_1 + \beta_3 = 0{,}131 - 0{,}119 = 0{,}012$, т. е. практически нулевым на нулевом лаге. На первый взгляд это противоречит гипотезе. Однако такая интерпретация была бы неполной. Коэффициент β_3 показывает, что положительная связь, наблюдавшаяся до шока, исчезает. Это уже указывает на изменение режима, даже если сам коэффициент не достигает стандартного уровня значимости.

Поскольку гипотеза носит направленный характер, для коэффициента β_3 уместно использовать односторонний тест. Мы ожидаем, что после февраля 2022 г. рост ставки сильнее сдерживает кредит. В этом случае p-value для β_3 снижается до 0,173. Это все еще выше десятипроцентного порога, поэтому формальная значимость отсутствует. Тем не менее знак коэффициента устойчив и согласуется с гипотезой.

Важно учитывать, что процентный канал работает с задержкой. Поэтому дополнительно оценивается модель с лагами ставки (см. формулу (5) и табл. 6):

$$\Delta c_t = \alpha + \beta_1 \Delta i_t + \beta_2 \Delta i_{t-1} + \beta_3 \Delta i_{t-2} + \beta_4 \Delta i_{t-3} + \beta_5 D_t + \beta_6 (\Delta i_t \times D_t) + \varepsilon_t. \quad (5)$$

Таблица 6

Оценки модели с лагами

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	p-value
Константа	0,024	0,041	0,585	0,558
Δi_t	0,046	0,129	0,357	0,721
Δi_{t-1}	0,009	0,131	0,069	0,945
Δi_{t-2}	–0,012	0,130	–0,092	0,927
Δi_{t-3}	–0,018	0,128	–0,141	0,888
D_t	0,028	0,061	0,459	0,646
$\Delta i_t \times D_t$	–0,165	0,153	–1,078	0,281
N	78			

Рассчитано автором.

В лаговой спецификации взаимодействие β_6 отрицательное и заметное. Нулевой лаг после шока составляет 0,046 – 0,165 = –0,119. В процентной интерпретации это означает, что после февраля 2022 г. рост ставки на 1 п.п. сопровождается замедлением месячного темпа

прироста кредитов нефинансовым организациям примерно на 0,12 п.п. (то есть примерно на 0,12% в месяц в терминах темпа прироста). До шока аналогичный эффект был положительным и малым (около +0,05 п.п. на 1 п.п. роста ставки). При одностороннем тесте p-value для β_6 снижается до 0,141. Формальной значимости снова нет, поэтому данный результат следует рассматривать как устойчивую эмпирическую закономерность, а не как строго доказанный эффект. Знак и величина согласуются с гипотезой, но не подтверждают ее статистически.

Результаты остаются качественно теми же при исключении февраля и марта 2022 г. В табл. 7 приведены коэффициенты взаимодействия для разных спецификаций.

Таблица 7

Коэффициенты взаимодействия в разных спецификациях

Спецификация	Коэффициент	Стандартная ошибка	p–value, односторонний
Базовая модель	–0,119	0,126	0,173
Модель с лагами	–0,165	0,153	0,141
Без февраля и марта 2022 г.	–0,149	0,141	0,146
Розничное кредитование	–0,104	0,118	0,189

Рассчитано автором.

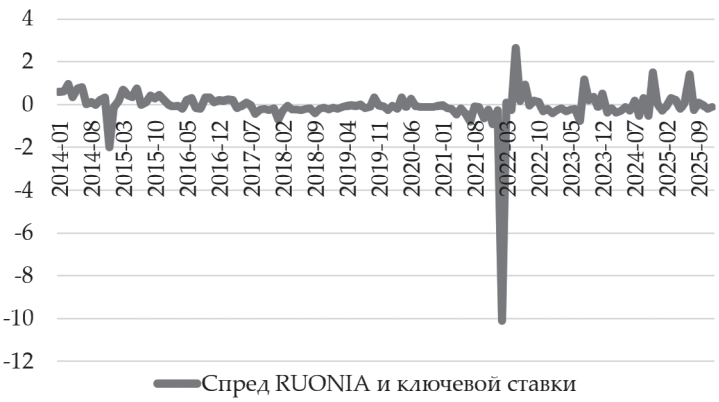
Для розничного кредитования эффект слабее, чем для корпоративного, но направление то же. Это согласуется с ожиданиями, поскольку розничный сегмент сильнее зависит от льготных программ и других факторов, не связанных напрямую с денежным рынком.

Таким образом, регрессионные оценки не позволяют говорить о статистически значимом усилении процентного канала на стандартных уровнях. Коэффициент взаимодействия не достигает стандартных порогов значимости ни в одной из спецификаций. Это означает, что строгий статистический вывод об усилении процентного канала на имеющихся данных сделать нельзя. Однако оценки показывают устойчивую смену знака связи между ставкой и кредитом. До февраля 2022 г. немедленная реакция кредита на ставку была положительной и малой. После февраля 2022 г. она становится отрицательной, причем эффект усиливается в лаговой спецификации. Эта согласованность между корреляционным анализом и регрессионными оценками позволяет рассматривать сдвиг как устойчивую эмпирическую закономерность, но не как статистически доказанный эффект.



Рассчитано по: данные Банка России. https://www.cbr.ru/hd_base/ruonia/dynamics/ (дата обращения: 12.09.2026); https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/ (дата обращения: 12.09.2026).

Рис. 1. Скользящая корреляция между изменением RUONIA и темпом прироста кредитов НФО, окно – 12 месяцев



Рассчитано по: данные Банка России. https://www.cbr.ru/hd_base/ruonia/dynamics/ (дата обращения: 12.09.2026); https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 12.09.2026).

Рис. 2. Спред между RUONIA и ключевой ставкой, процентные пункты

Автор разграничивает эти два уровня утверждений. Смена знака и устойчивость коэффициента взаимодействия являются наблюдаемыми в данных фактами, а интерпретация этого сдвига как усиления процентного канала – гипотезой, требующей дальнейшей проверки.

Смена знака связи между ставкой и кредитом заметна и на более наглядном уровне. Рис. 1 показывает скользящую корреляцию между изменением RUONIA и темпом прироста кредитов нефинансовым организациям, рассчитанную в окне двенадцать месяцев.

График показывает, что до 2022 г. корреляция колебалась около нуля, оставаясь в небольшой положительной зоне. После февраля

2022 г. она резко уходит в отрицательную область и достигает примерно –0,34, после чего медленно возвращается к нулю ближе к концу 2025 г. Переход происходит быстро, что согласуется с трактовкой февраля 2022 г. как структурного разрыва.

Не менее показательна динамика спреда между RUONIA и ключевой ставкой (см. рис. 2).

Из графика на рис. 2 видно, что до 2022 г. спред оставался в основном в пределах одного процентного пункта. Эпизоды расширения случались, но были короткими. После февраля 2022 г. картина меняется. Сначала спред резко уходит в отрицательную область, затем в положительную, и в дальнейшем его амплитуда заметно выше, чем в предыдущие годы. Это означает, что денежный рынок стал острее реагировать на разницу между формальной ставкой регулятора и фактической ценой ликвидности.

Приведенные результаты не следует переоценивать. Они фиксируют сдвиг в сопряженности ставки и кредита, но не позволяют однозначно отделить эффект сегментации капитала от других изменений 2022 г. Следует быть осторожным и с интерпретацией причинно-следственной связи: 2022 г. принес не только закрытие счета операций с капиталом, но и санкции, изменения в бюджетной политике, перестройку внешней торговли и общий рост неопределенности. Поэтому полученные оценки нельзя механически приписывать единственному фактору. Однако устойчивость знака и постепенное затухание реакции по лагам указывают на то, что сдвиг не сводится к отдельным шоковым месяцам.

Обсуждение

Полученные результаты стоит интерпретировать с осторожностью, но их направление довольно отчетливо. До февраля 2022 г. связь между изменениями ставки денежного рынка и темпами прироста кредитования нефинансовых организаций оставалась слабой и статистически малозначимой, а после февраля 2022 г. корреляция становится отрицательной на всех рассмотренных лагах и сохраняется даже при исключении наиболее турбулентных месяцев, что позволяет говорить не о случайном совпадении, а о сдвиге в работе процентного канала. Такой вывод согласуется с наблюдениями А.Н. Лякина, который показывал, что в российских кризисах 1998, 2008–2009 и 2014–2016 гг. именно повышение ставок и сжатие ликвидности превращали валютный шок в общеэкономический спад [9]. Однако в тех эпизодах кредитный канал срабатывал скорее как канал кризисного торможения, а не как устойчивый механизм денежно-кредитной трансмиссии. После 2022 г. ситуация выглядит иначе, поскольку отрицательная связь ставки и кредита

наблюдается не только в момент острого шока, но и на протяжении нескольких последующих лет.

Так, шок спроса, вызванный резким ростом процентных ставок, провоцирует быстрое падение, тогда как структурная адаптация требует длительного времени [10]. Полученные результаты дополняют этот тезис. Быстрое ужесточение денежно-кредитной политики в 2022 г. действительно сопровождалось сжатием кредита, но в отличие от прежних эпизодов связь между ставкой и кредитом не растворилась после стабилизации валютного рынка. Она же осталась заметной и в 2023–2024 гг., когда экономика уже адаптировалась к санкционному режиму, что можно рассматривать как свидетельство того, что процентный канал начал работать не только как аварийный тормоз, но и как более постоянный элемент трансмиссии.

Важно учитывать, что и до 2022 г. российская экономика находилась под сильным влиянием внешних финансовых условий. Однако открытость счета операций с капиталом позволяла банкам и крупным заемщикам частично обходить внутренние ограничения ликвидности за счет внешнего фондирования. В таких условиях изменение внутренней ставки не обязательно приводило к пропорциональному изменению стоимости кредита для конечных заемщиков. После закрытия значительной части внешнего контура этот обходной путь исчез. При этом разные сегменты внешнего счета испытали разное воздействие, и это различие важно для интерпретации. Портфельные инвестиции и банковское фондирование, будучи наиболее чувствительными к ставке, были подавлены в первую очередь. Прямые инвестиции, напротив, сохранились, но они слабо реагируют на краткосрочные изменения ставки и потому не могли заменить выпавшие потоки. Прочие инвестиции, включая торговые кредиты, частично адаптировались, но стали менее предсказуемыми. В результате внутренняя ставка перестала конкурировать с внешними источниками фондирования именно в тех сегментах, которые были наиболее чувствительны к ней, и ее влияние на кредит стало более прямым. Это не означает, что сегментация автоматически усилила процентный канал: часть импульса могла уйти в валютный курс, а часть кредитного портфеля могла остаться нечувствительной к ставке из-за льготных программ и нерыночных условий. Но направление эффекта согласуется с логикой сегментированной мобильности капитала.

Подобная логика согласуется с выводами К. Форбса и Ф. Уорнока о том, что портфельные и банковские потоки обладают высокой краткосрочной чувствительностью, тогда как прямые инвестиции более инертны [14]. В российском случае именно чувствительные сегменты были подавлены в первую очередь. В результате внутренняя ставка перестала конкурировать с внешними источниками фондирования и ее влияние на кредит стало более прямым.

Регрессионные оценки согласуются с этой логикой, хотя и не дают формальной значимости на стандартных уровнях. В модели с лагами взаимодействие изменения ставки с индикатором периода после февраля 2022 г. оказывается отрицательным и по модулю больше, чем в базовой спецификации. Немедленный эффект на нулевом лаге меняет знак с положительного на отрицательный. При одностороннем тесте p-value снижается, но остается выше десятипроцентного порога. Это означает, что статистически уверенно говорить об усилении процентного канала нельзя. Однако устойчивая смена знака и согласованность с корреляционным анализом позволяют рассматривать результат как содержательную гипотезу о сдвиге, а не как статистически установленный факт. Строгий вывод, который можно сделать на имеющихся данных, состоит в том, что направление связи изменилось. Вопрос о том, является ли это изменение статистически значимым, остается открытым.

Важно также различать силу процентного канала на участке «ставка → кредит» и итоговую эффективность денежно-кредитной политики. Усиление первого звена может сосуществовать с ослаблением влияния ставки на инфляцию, если второе звено – от кредита к совокупному спросу и ценам – искажено структурными факторами. К таким факторам можно отнести фрагментацию кредитного рынка, при которой значительная часть портфеля не реагирует на ставку, а также возросшую роль валютного курса, забирающего на себя часть монетарного импульса.

Эти результаты имеют значение для интерпретации трилеммы Манделла–Флеминга. Классическая версия трилеммы предполагает, что при фиксированном валютном курсе открытость счета операций с капиталом ограничивает монетарную автономию. Вместе с тем полученные результаты указывают на то, что и при плавающем курсе открытость счета способна ослаблять процентный канал. Так, после сегментации капитала курс остался плавающим, однако влияние денежно-кредитной политики на кредитование стало более выраженным, что в некотором смысле созвучно с позицией Х. Рей, согласно которой глобальный финансовый цикл ограничивает монетарную автономию независимо от режима валютного курса [18]. Если экономика выпадает из данного цикла, внутренние инструменты денежно-кредитной политики начинают действовать сильнее. М. Обстфельд также подчеркивал, что гибкий курс не обеспечивает полной изоляции от внешних финансовых условий [17].

Вместе с тем следует избегать упрощенного вывода о том, что закрытие счета операций с капиталом автоматически повышает эффективность денежно-кредитной политики. Усиление процентного канала на участке «ставка → кредит" – это лишь часть общей картины. В эко-

номике, где одновременно происходит фрагментация кредитного рынка и растет чувствительность курса к монетарным импульсам, итоговое влияние ставки на инфляцию может оставаться ограниченным. Поэтому о повышении эффективности денежно-кредитной политики можно говорить только в том случае, если усиление реакции кредита сопровождается усилением реакции совокупного спроса и цен.

Усиление процентного канала после 2022 г. происходило в условиях множества других изменений. Санкции, перестройка внешней торговли, бюджетные импульсы и валютные ограничения действовали одновременно, и отделить их влияние друг от друга на агрегированных данных сложно. Кроме того, усиление реакции кредита на ставку не обязательно означает улучшение общественного благосостояния. Более жесткая трансмиссия может быть и источником дополнительной волатильности, особенно если бюджетная и денежно-кредитная политика не скоординированы. А.С. Новоселов и А.В. Фалеев обращают внимание на то, что политика таргетирования инфляции в шоковые периоды сталкивается с противоречием между социальными и монетарными целями [12]. Наш результат не снимает этого противоречия, а лишь показывает, что инструмент ставки стал более действенным.

Сопоставление с работами по российскому трансмиссионному механизму показывает, что автор не одинок в фиксации изменений. Так, В.А. Зверева отмечает, что даже при шоках последних лет трансмиссия в России продолжает работать, а региональная неоднородность не разрушает общий механизм [5]. На агрегированных данных этот вывод подтверждается. Однако временной ракурс добавляет важный нюанс. Сдвиг обнаруживается не в 2014 г., когда произошел переход к инфляционному таргетированию, а после сегментации капитала в 2022 г. А.М. Городнов и А.В. Зубарев показывают, что отрицательная связь между реальной ставкой и экономической активностью усилилась после перехода к инфляционному таргетированию [4]. После 2022 г., как можно предположить на основании полученных данных, это усиление нарастает.

И, завершая данный раздел, *стоит прямо указать на ряд ограничений проведенного исследования.* Период до 2022 г. по кредитованию нефинансовых организаций ограничен 2019–2021 гг. из-за доступности сопоставимых данных, что сужает базу сравнения. Далее, используемые корреляции не позволяют строго отделить шок счета операций с капиталом от других шоков 2022 г., а агрегированные данные скрывают отраслевую и региональную неоднородность, хотя исследования В.А. Зверевой показывают, что трансмиссия неодинакова по регионам и сегментам рынка [6]. Основным ограничением работы является недостаточная статистическая мощность для строгой проверки гипо-

тезы, что связано с коротким периодом сопоставимых данных по кредитованию и высокой волатильностью 2022 г. Как уже было отмечено во введении, анализ носит разведочный характер и не включает сезонную корректировку рядов. Эти ограничения не позволяют сделать строгий, основанный на достаточном статистическом материале вывод об усилении процентного канала, но не отменяют содержательной интерпретации наблюдаемого сдвига как гипотезы для дальнейшей проверки.

Заключение

Российская экономика после 2022 г. оказалась в положении, которого трудно было ожидать еще за несколько лет до наступления этого года. Формально рубль остался плавающей валютой, а Центральный банк Российской Федерации не отказывался от инфляционного таргетирования. Но, по существу, страна перестала быть открытой экономикой в том смысле, который обычно вкладывается в это понятие. Внешний счет операций с капиталом не просто сжался – он распался на несколько слабо связанных между собой сегментов. Часть потоков исчезла почти мгновенно, другая изменила маршруты, третья сохранилась, но стала вести себя иначе. Наиболее чувствительные к ставке сегменты (портфельные инвестиции и банковское фондирование) были подавлены в первую очередь. Прямые инвестиции сохранились, но они слабо реагируют на краткосрочные изменения ставки и потому не могли заменить выпавшие потоки. Прочие инвестиции частично адаптировались, но стали менее предсказуемыми. *Это состояние и было названо в работе сегментированной мобильностью капитала.* Важно подчеркнуть, что *речь идет не просто о количественном сжатии потоков, а о качественном изменении структуры внешних обязательств, при котором одни сегменты исчезают, другие сохраняются, но перестают выполнять стабилизирующую роль.*

Главный результат состоит в том, что в такой среде связь между изменениями ставки денежного рынка и динамикой кредитования нефинансовых организаций из почти нулевой или слабо положительной превратилась в отрицательную. Это установленный факт, фиксируемый описательными статистиками. Однако интерпретация этого факта как усиления процентного канала остается гипотезой. Эффект не приобрел статистической значимости и не стал значительным по величине. Содержательно важен сдвиг знака, который остается устойчивым на разных лагах и сохраняется в разных спецификациях, причем его нельзя свести лишь к шоковым месяцам весны 2022 г., когда ставка взлетала до 20 процентов, а кредит резко сжимался. Корреляция остается отрицательной и при исключении экстремальных наблюдений, и на лагах вплоть до трех месяцев, что проявляется не столько

в значимости отдельных коэффициентов, сколько в согласованности корреляций и знаков. Величину эффекта при этом переоценивать не следует. Для интерпретации трилеммы Манделла-Флеминга важен сам переход от почти нулевой или слабо положительной связи к отрицательной, а не точное значение коэффициента. Такой переход и несет основную содержательную нагрузку, но его статистическая проверка требует более длинных рядов и более мощных тестов.

Это позволяет несколько иначе взглянуть на трилемму Манделла-Флеминга. Проведенный анализ показывает, что при исчезновении высокочувствительных внешних потоков внутренняя ставка перестает конкурировать с глобальными источниками фондирования, и ее влияние на кредит становится заметнее. Однако усиление связи между ставкой и кредитом не следует отождествлять с усилением всей трансмиссии. Трилемма в ее классической формулировке предполагает, что капитал либо мобилен, либо нет. Российский случай 2022 г. показывает, что реальность сложнее, ведь капитал может быть мобилен в одних сегментах и не мобилен в других, и именно эта неоднородность определяет, насколько действенной оказывается внутренняя денежно-кредитная политика. Поэтому при анализе ограничений денежно-кредитной политики важно учитывать не только формальный режим валютного курса и степень открытости счета, но и структуру внешних обязательств по сегментам.

В условиях фрагментированного кредитного рынка и возросшей роли валютного курса часть монетарного импульса может уходить в курсовые колебания, а часть кредитного портфеля – оставаться нечувствительной к ставке. Поэтому итоговая эффективность денежно-кредитной политики зависит не только от силы первого звена трансмиссии, но и от того, насколько кредитный импульс доходит до совокупного спроса и цен. Плавающий курс при этом сохраняется, но он больше не является главным амортизатором внешних шоков. Основную работу берет на себя процентный канал. Это не отменяет трилемму, а уточняет ее. Важен не сам по себе режим валютного курса и не формальная открытость счета, а структура внешних обязательств и чувствительность отдельных потоков к внутренним денежно-кредитным условиям.

Российский случай интересен именно тем, что сегментация мобильности капитала произошла не в результате постепенной макроэкономической эволюции, а как вынужденная реакция на внешний шок. Конечно, одновременно с закрытием счета операций с капиталом менялись бюджетная политика, структура внешней торговли, логистические цепочки и ожидания экономических агентов, из-за чего выделить вклад именно сегментации мобильности капитала с абсолютной точностью невозможно. Но устойчивость полученных корреляций и их согласованность с логикой трилеммы дают основание счи-

тать, что мы наблюдаем содержательный сдвиг, а не статистическую случайность.

Практическое значение работы не сводится к описанию российского кейса. В мире, где финансовая глобализация уже не кажется необратимой, вопрос о том, как работает денежно-кредитная политика при частичной изоляции, приобретает общее значение. Сегментация капитала может возникать не только из-за санкций, но и в результате регуляторных мер, геополитической напряженности или изменений в поведении глобальных инвесторов. Понимание того, что при этом происходит с трансмиссией, полезно не только для России, но и для других экономик, которые вынуждены жить в условиях фрагментации финансового пространства.

Как представляется, статья позволяет сделать шаг в сторону более реалистичного понимания монетарной политики в условиях частичной финансовой изоляции. Она показывает, что закрытие счета операций с капиталом не просто ограничивает потоки, но меняет саму природу денежно-кредитного регулирования. Возвращение процентной ставке действенности может выглядеть как технический результат, но за ним стоит глубокий сдвиг в устройстве экономики. Страна, потерявшая доступ к глобальному рынку капитала, неизбежно становится более чувствительной к собственным решениям в области процентной политики. Это повышает ответственность регулятора и одновременно возвращает денежно-кредитной политике ту роль, которую она в открытой экономике во многом утратила.

Будущие исследования могли бы пойти по нескольким направлениям. Одно из них связано с дезагрегированием кредитных данных по отраслям, срокам и категориям заемщиков. Другое предполагает сопоставление российского опыта с другими случаями вынужденной сегментации капитала. Третье направление может быть теоретическим и состоять в построении моделей, в которых мобильность капитала задается не бинарно, а как набор сегментов с разной чувствительностью к внутренним ставкам. Такой подход помог бы лучше понять, при каких условиях усиление процентного канала превращается в рост макроэкономической волатильности, а при каких ведет к более устойчивой денежно-кредитной политике.

В конечном счете российский эпизод 2022 г. показал, что трилемма Манделла-Флеминга остается живой аналитической рамкой, но требует более тонкой настройки. Экономика не выбирает между полной открытостью и полной закрытостью. Она движется между разными конфигурациями сегментов, каждый из которых по-своему взаимодействует с монетарной политикой. Именно в этом пространстве, вероятно, и будут происходить главные сдвиги в макроэкономике ближайших десятилетий.

Приложение

Дата	RUONIA, %	Ключевая ставка, %	Спред RUONIA к ключевой ставке, п. п.	Изменение RUONIA, п.п.	Кредиты нефинансовым организациям, млн руб.	Темп прироста кредитов НФО, лог–разность
2014-01	6,08	5,50	0,58			
2014-02	6,12	5,50	0,62	0,04		
2014-03	7,95	7,00	0,95	1,83		
2014-04	7,85	7,50	0,35	–0,10		
2014-05	8,25	7,50	0,75	0,40		
2014-06	8,32	7,50	0,82	0,07		
2014-07	8,04	8,00	0,04	–0,28		
2014-08	8,13	8,00	0,13	0,09		
2014-09	8,01	8,00	0,01	–0,12		
2014-10	8,19	8,00	0,19	0,18		
2014-11	9,82	9,50	0,32	1,63		
2014-12	15,00	17,00	–2,00	5,18		
2015-01	16,89	17,00	–0,11	1,89		
2015-02	15,17	15,00	0,17	–1,72		
2015-03	14,70	14,00	0,70	–0,47		
2015-04	14,44	14,00	0,44	–0,26		
2015-05	12,84	12,50	0,34	–1,60		
2015-06	12,27	11,50	0,77	–0,57		
2015-07	11,50	11,50	0,00	–0,77		
2015-08	11,13	11,00	0,13	–0,37		
2015-09	11,42	11,00	0,42	0,29		
2015-10	11,30	11,00	0,30	–0,12		
2015-11	11,45	11,00	0,45	0,15		
2015-12	11,21	11,00	0,21	–0,24		
2016-01	11,00	11,00	0,00	–0,21		
2016-02	10,91	11,00	–0,09	–0,09		
2016-03	10,94	11,00	–0,06	0,03		
2016-04	10,78	11,00	–0,22	–0,16		
2016-05	11,21	11,00	0,21	0,43		
2016-06	10,78	10,50	0,28	–0,43		

Продолжение табл. со с. 156

Дата	RUONIA, %	Ключевая ставка, %	Спред RUONIA к ключевой ставке, п. п.	Изменение RUONIA, п.п.	Кредиты нефинансовым организациям, млн руб.	Темп прироста кредитов НФО, лог–разность
2016-07	10,32	10,50	–0,18	–0,46		
2016-08	10,30	10,50	–0,20	–0,02		
2016-09	10,32	10,00	0,32	0,02		
2016-10	10,33	10,00	0,33	0,01		
2016-11	10,12	10,00	0,12	–0,21		
2016-12	10,21	10,00	0,21	0,09		
2017-01	10,17	10,00	0,17	–0,04		
2017-02	10,22	10,00	0,22	0,05		
2017-03	9,94	9,75	0,19	–0,28		
2017-04	9,58	9,75	–0,17	–0,36		
2017-05	9,19	9,25	–0,06	–0,39		
2017-06	9,10	9,00	0,10	–0,09		
2017-07	8,97	9,00	–0,03	–0,13		
2017-08	8,57	9,00	–0,43	–0,40		
2017-09	8,26	8,50	–0,24	–0,31		
2017-10	8,03	8,25	–0,22	–0,23		
2017-11	7,99	8,25	–0,26	–0,04		
2017-12	7,58	7,75	–0,17	–0,41		
2018-01	7,05	7,75	–0,70	–0,53		
2018-02	7,22	7,50	–0,28	0,17		
2018-03	7,19	7,25	–0,06	–0,03		
2018-04	7,01	7,25	–0,24	–0,18		
2018-05	7,02	7,25	–0,23	0,01		
2018-06	7,00	7,25	–0,25	–0,02		
2018-07	7,05	7,25	–0,20	0,05		
2018-08	7,08	7,25	–0,17	0,03		
2018-09	7,10	7,50	–0,40	0,02		
2018-10	7,29	7,50	–0,21	0,19		
2018-11	7,35	7,50	–0,15	0,06		
2018-12	7,51	7,75	–0,24	0,16		
2019-01	7,60	7,75	–0,15	0,09	3981457	

Продолжение табл. со с. 156

Дата	RUONIA, %	Ключевая ставка, %	Спред RUONIA к ключевой ставке, п. п.	Изменение RUONIA, п.п.	Кредиты нефинансовым организациям, млн руб.	Темп прироста кредитов НФО, лог–разность
2019-02	7,55	7,75	–0,20	–0,05	3202534	–2,5201
2019-03	7,63	7,75	–0,12	0,08	3504045	0,0900
2019-04	7,69	7,75	–0,06	0,06	4174296	0,1750
2019-05	7,72	7,75	–0,03	0,03	4637280	0,1052
2019-06	7,44	7,50	–0,06	–0,28	3345201	–0,3266
2019-07	7,24	7,25	–0,01	–0,20	4124086	0,2094
2019-08	7,08	7,25	–0,17	–0,16	5143083	0,2207
2019-09	6,88	7,00	–0,12	–0,20	5062245	–0,0158
2019-10	6,82	6,50	0,32	–0,06	5264321	0,0392
2019-11	6,47	6,50	–0,03	–0,35	5693608	0,0783
2019-12	6,16	6,25	–0,09	–0,31	5575864	–0,0209
2020-01	5,99	6,25	–0,26	–0,17	7582892	0,3075
2020-02	5,95	6,00	–0,05	–0,04	4617849	–0,4958
2020-03	5,79	6,00	–0,21	–0,16	5544875	0,1830
2020-04	5,83	5,50	0,33	0,04	6771486	0,1999
2020-05	5,38	5,50	–0,12	–0,45	4850420	–0,3335
2020-06	4,75	4,50	0,25	–0,63	4291768	–0,1223
2020-07	4,20	4,25	–0,05	–0,55	6156469	0,3609
2020-08	4,13	4,25	–0,12	–0,07	7509367	0,1986
2020-09	4,12	4,25	–0,13	–0,01	6367056	–0,1651
2020-10	4,12	4,25	–0,13	0,00	6903226	0,0809
2020-11	4,14	4,25	–0,11	0,02	6848848	–0,0079
2020-12	4,18	4,25	–0,07	0,04	6521789	–0,0489
2021-01	4,21	4,25	–0,04	0,03	8429188	0,2566
2021-02	4,08	4,25	–0,17	–0,13	4515167	–0,6241
2021-03	4,29	4,50	–0,21	0,21	5449873	0,1881
2021-04	4,54	5,00	–0,46	0,25	6974057	0,2465
2021-05	4,82	5,00	–0,18	0,28	7684793	0,0970
2021-06	5,08	5,50	–0,42	0,26	6119425	–0,2278
2021-07	5,72	6,50	–0,78	0,64	7358359	0,1843
2021-08	6,42	6,50	–0,08	0,70	8269601	0,1168

Продолжение табл. со с. 156

Дата	RUONIA, %	Ключевая ставка, %	Спред RUONIA к ключевой ставке, п. п.	Изменение RUONIA, п.п.	Кредиты нефинансовым организациям, млн руб.	Темп прироста кредитов НФО, лог-разность
2021-09	6,62	6,75	–0,13	0,20	8152490	–0,0143
2021-10	6,86	7,50	–0,64	0,24	7565237	–0,0748
2021-11	7,27	7,50	–0,23	0,41	7414571	–0,0201
2021-12	7,59	8,50	–0,91	0,32	6982998	–0,0600
2022-01	8,24	8,50	–0,26	0,65	9160939	0,2715
2022-02	9,91	20,00	–10,09	1,67	5399672	–0,5285
2022-03	20,08	20,00	0,08	10,17	6370846	0,1654
2022-04	16,73	17,00	–0,27	–3,35	5318699	–0,1805
2022-05	13,62	11,00	2,62	–3,11	4768289	–0,1093
2022-06	9,68	9,50	0,18	–3,94	3932303	–0,1926
2022-07	8,92	8,00	0,92	–0,76	5209410	0,2811
2022-08	7,96	8,00	–0,04	–0,96	4874474	–0,0665
2022-09	7,66	7,50	0,16	–0,30	5843503	0,1813
2022-10	7,62	7,50	0,12	–0,04	5802989	–0,0070
2022-11	7,19	7,50	–0,31	–0,43	5617528	–0,0325
2022-12	7,29	7,50	–0,21	0,10	4794354	–0,1585
2023-01	7,08	7,50	–0,42	–0,21	7954843	0,5066
2023-02	7,25	7,50	–0,25	0,17	4058145	–0,6731
2023-03	7,31	7,50	–0,19	0,06	5429306	0,2911
2023-04	7,18	7,50	–0,32	–0,13	5618630	0,0343
2023-05	7,27	7,50	–0,23	0,09	5150388	–0,0870
2023-06	7,28	7,50	–0,22	0,01	5420690	0,0511
2023-07	7,74	8,50	–0,76	0,46	5963631	0,0955
2023-08	9,66	8,50	1,16	1,92	7023145	0,1637
2023-09	12,21	12,00	0,21	2,55	7067386	0,0063
2023-10	13,34	13,00	0,34	1,13	6556567	–0,0751
2023-11	14,87	15,00	–0,13	1,53	7302982	0,1078
2023-12	15,50	15,00	0,50	0,63	6224989	–0,1596
2024-01	15,62	16,00	–0,38	0,12	8577321	0,3204
2024-02	15,81	16,00	–0,19	0,19	4596928	–0,6237
2024-03	15,63	16,00	–0,37	–0,18	6027719	0,2710

Окончание табл. со с. 156

Дата	RUONIA, %	Ключевая ставка, %	Спред RUONIA к ключевой ставке, п. п.	Изменение RUONIA, п.п.	Кредиты нефинансовым организациям, млн руб.	Темп прироста кредитов НФО, лог–разность
2024-04	15,70	16,00	–0,30	0,07	8051676	0,2895
2024-05	15,87	16,00	–0,13	0,17	7461371	–0,0762
2024-06	15,72	16,00	–0,28	–0,15	7456865	–0,0006
2024-07	16,17	16,00	0,17	0,45	7028601	–0,0591
2024-08	17,48	18,00	–0,52	1,31	7803340	0,1046
2024-09	18,28	18,00	0,28	0,80	7581651	–0,0288
2024-10	18,46	19,00	–0,54	0,18	7942667	0,0465
2024-11	20,49	19,00	1,49	2,03	8805629	0,1031
2024-12	21,06	21,00	0,06	0,57	6103109	–0,3666
2025-01	20,72	21,00	–0,28	–0,34	8861635	0,3729
2025-02	20,93	21,00	–0,07	0,21	4206060	–0,7451
2025-03	21,28	21,00	0,28	0,35	5414295	0,2525
2025-04	21,20	21,00	0,20	–0,08	7021816	0,2600
2025-05	20,78	21,00	–0,22	–0,42	6770923	–0,0364
2025-06	20,09	20,00	0,09	–0,69	5451048	–0,2168
2025-07	19,39	18,00	1,39	–0,70	6933972	0,2405
2025-08	17,75	18,00	–0,25	–1,64	7572988	0,0881
2025-09	17,10	17,00	0,10	–0,65	7947951	0,0483
2025-10	16,48	16,50	–0,02	–0,62	7734324	–0,0272
2025-11	16,28	16,50	–0,22	–0,20	9548119	0,2107
2025-12	15,87	16,00	–0,13	–0,41	20845511	0,0176

Примечания: RUONIA приведена как средняя арифметическая ежедневных значений за соответствующий месяц. Ключевая ставка Банка России указана на конец месяца. Спред рассчитан как разность между среднемесячной RUONIA и ключевой ставкой на конец месяца. Изменение RUONIA представляет собой разность между среднемесячными значениями текущего и предыдущего месяца. Кредиты нефинансовым организациям приведены в миллионах рублей. Темп прироста кредитов НФО рассчитан как логарифмическая разность между текущим и предыдущим уровнями ряда. Пустые ячейки означают отсутствие сопоставимых данных для соответствующего периода. Декабрь 2025 г. по кредитам нефинансовым организациям уточнен по исходным данным. Ранее использованное значение заменено корректным, что изменило лог-разность декабря 2025 г. на 0,0176. Все остальные месяцы проверены и оставлены без изменений.

ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. *Головнин М.Ю.* Денежно-кредитная политика России: реакция на новые внешние вызовы // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 1. С. 7–20. [*Golovnin M.Yu*. Monetary Policy of Russia: Reaction to New External Challenges // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2023. No. 1. Pp. 7–20. (In Russ.).] DOI: 10.52180/2073-6487_2023_1_7_20.
2. *Головнин М.Ю.* Новые тенденции в развитии мировой экономики и их влияние на Россию // Научные труды Вольного экономического общества России. 2024. Т. 248. № 4. С. 85–97. [*Golovnin M.Yu*. New Trends in the Development of the World Economy and Their Impact on Russia // Scientific Works of the Free Economic Society of Russia. 2024. Vol. 248. No. 4. Pp. 85–97. (In Russ.).] DOI: 10.38197/2072-2060-2024-248-4-85-97.
3. *Голотвин Н.Д., Серегина С.Ф.* Возможность ослабления ограничений трилеммы макроэкономической политики в современных условиях // Экономическая политика. 2025. Т. 20. № 2. С. 6–33. [*Golotvin N.D., Seregina S.F*. The Possibility of Easing the Constraints of the Macroeconomic Policy Trilemma in Modern Conditions // Economic Policy. 2025. Vol. 20. No. 2. Pp. 6–33. (In Russ.).] DOI: 10.18288/1994-5124-2025-2-6-33.
4. *Городнов А.М., Зубарев А.В.* Кривая IS и трансмиссионный механизм в условиях инфляционного таргетирования // Экономический журнал ВШЭ. 2025. Т. 29. № 2. С. 191–213. [*Gorodnov A.M., Zubarev A.V.* The IS Curve and the Transmission Mechanism under Inflation Targeting // HSE Economic Journal. 2025. Vol. 29. No. 2. Pp. 191–213. (In Russ.).]
5. *Зверева В.А.* Работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики: роль гетерогенности домохозяйств и пространственных эффектов // Деньги и кредит. 2025. Т. 84. № 3. С. 3–27. [*Zvereva V.A.* The Operation of the Monetary Policy Transmission Mechanism: The Role of Household Heterogeneity and Spatial Effects // Money and Credit. 2025. Vol. 84. No. 3. Pp. 3–27. (In Russ.).]
6. *Зверева В.А.* Асимметрия процентного канала денежно-кредитной политики: отраслевой и региональный аспекты // Вопросы экономики. 2026. № 4. С. 100–129. [*Zvereva V.A*. Asymmetry of the Interest Rate Channel of Monetary Policy: Sectoral and Regional Aspects // Voprosy Ekonomiki. 2026. No. 4. Pp. 100–129. (In Russ.).] DOI: 10.32609/0042-8736-2026-4-100-129.
7. *Колесник С.И., Картаев Ф.С., Зубарев А.В.* Асимметрия денежно-кредитной политики Банка России: влияние на макроэкономические показатели // Вопросы экономики. 2025. № 10. С. 44–61. [*Kolesnik S.I., Kartaev F.S., Zubarev A.V.* Asymmetry of the Bank of Russia's Monetary Policy: Impact on Macroeconomic Indicators // Voprosy Ekonomiki. 2025. No. 10. Pp. 44–61. (In Russ.).] DOI: 10.32609/0042-8736-2025-10-44-61.
8. *Кошкин А.В.* Оценка фискальных искажений трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в России: эмпирический анализ 2010–2024 гг. // Journal of Applied Economic Research. 2026. Т. 25. № 2. С. 545–569. *[Koshkin A.V.* Assessing Fiscal Distortions of the Monetary Policy Transmission Mechanism in Russia: An Empirical Analysis for 2010–2024 // Journal of Applied Economic Research. 2026. Vol. 25. No. 2. Pp. 545–569. (In Russ.).] DOI: 10.15826/vestnik.2026.25.2.018.
9. *Лякин А.Н.* Три кризиса по одному сценарию // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2018. Т. 34. № 1. С. 4–25. [*Lyakin A.N.* Three Crises Following One Scenario // St. Petersburg University Journal of Economic Studies. 2018. Vol. 34. No. 1. Pp. 4–25. (In Russ.).] DOI: 10.21638/11701/spbu05.2018.101.

10. *Лякин А.Н.* Кризис 2022–…: потенциальные масштабы и ожидаемые следствия // Российский экономический журнал. 2022. № 3. С. 4–24. [*Lyakin A.N.* The Crisis of 2022–…: Potential Scale and Expected Consequences // Russian Economic Journal. 2022. No. 3. Pp. 4–24. (In Russ.).] DOI: 10.33983/0130-9757-2022-3-4-24.
11. *Могилат А.Н.* Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 3–9. [*Mogilat A.N.* An Overview of the Main Channels of the Monetary Policy Transmission Mechanism and the Instruments of Their Analysis at the Bank of Russia // Money and Credit. 2017. No. 9. Pp. 3–9. (In Russ.).]
12. *Новоселов А.С., Фалеев А.В.* Проблемы проведения денежно-кредитной политики Банком России в шоковые периоды развития экономики // Финансы: теория и практика. 2026. Т. 30. № 6. С. 1998-2001. [*Novoselov A.S., Faleev A.V.* Problems of the Bank of Russia's Monetary Policy in Shock Periods of Economic Development // Finance: Theory and Practice. 2026. (In Russ.).] DOI: 10.26794/2587-5671-2026-30-6-1998-01.
13. *Fleming J.M.* Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates // IMF Staff Papers. 1962. Vol. 9. No. 3. Pp. 369–380.
14. *Forbes K.J., Warnock F.E.* Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment // Journal of International Economics. 2012. Vol. 88. No. 2. Pp. 235–251. DOI: 10.1016/j.jinteco.2012.03.006.
15. *Koshkin A.* Beyond the Trilemma: How Hybrid Exchange Rate Regimes and Segmented Capital Flows Reconfigure Monetary Autonomy in Emerging Markets // Journal of Risk and Financial Management. 2026. Vol. 19. No. 7. Article 506. DOI: 10.3390/jrfm19070506.
16. *Mundell R.A.* Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates // Canadian Journal of Economics and Political Science. 1963. Vol. 29. No. 4. Pp. 475–485.
17. *Obstfeld M.* Trilemmas and Trade-offs: Living with Financial Globalisation // BIS Working Papers. 2015. No. 480.
18. *Rey H.* Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // Proceedings of the Economic Policy Symposium. Jackson Hole, 2013. Pp. 1–2.

Дата поступления рукописи: *20.08.2026 г.*
Дата принятия к публикации: *20.10.2026 г.*

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

Кошкин Андрей Вячеславович – кандидат экономических наук, старший преподаватель кафедры экономической теории Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого, Санкт-Петербург, Россия
ORCID: 0000-0001-9942-7722
koshkin_9300@mail.ru

ABOUT THE AUTHOR

Andrey V. Koshkin – Cand. Sci. (Econ.), Senior Lecturer, Department of Economic Theory, Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University, St. Petersburg, Russia
ORCID: 0000-0001-9942-7722
koshkin_9300@mail.ru

SEGMENTED CAPITAL MOBILITY AND MONETARY TRANSMISSION: RUSSIA AFTER 2022 AS A NEW CONTEXT FOR THE MUNDELL-FLEMING TRILEMMA

This paper examines how the connection between the money market rate and lending to non-financial organizations has changed after the segmentation of the external capital account in 2022. Russian monthly data for 2014–2025 are used for the analysis. The main focus is on the interest rate channel of monetary transmission. It shows that the correlation between changes in RUONIA and credit growth rate becomes negative. Regression estimates are consistent with this shift, although they do not reach standard levels of statistical significance. The analysis is complemented by the spread between RUONIA and the key rate. The paper is positioned as an exploratory empirical analysis. The results suggest that the segmentation of external capital flows may strengthen the domestic interest rate channel of monetary policy. The Russian case of 2022 is interpreted as a new context for testing the constraints implied by the Mundell–Fleming trilemma.

Keywords: *Mundell–Fleming trilemma, capital mobility, monetary transmission, interest rate channel, lending.*

JEL: E52, F32, F41.