



Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. 2026. Т. 26, вып. 1. С. 16–25

Izvestiya of Saratov University. Economics. Management. Law, 2026, vol. 26, iss. 1, pp. 16–25

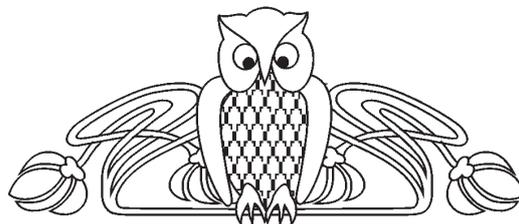
<https://eup.sgu.ru>

<https://doi.org/10.18500/1994-2540-2026-26-1-16-25>, EDN: DXRZQX

Научная статья

УДК 336.7

## Проблемы трансмиссии денежно-кредитной политики: почему изменение ключевой ставки не всегда сдерживает инфляцию?



О. А. Синиченко

Таганрогский институт управления и экономики, Россия, 347900, г. Таганрог, ул. Петровская, д. 45

Синиченко Олеся Андреевна, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и финансов, o.sinichenko@tmei.ru, <https://orcid.org/0000-0001-9216-4528>

**Аннотация. Введение.** Ключевая ставка является основным инструментом денежно-кредитной политики, с помощью которой центральный банк воздействует на инфляцию. Однако на практике нередко наблюдается ситуация, когда ужесточение денежно-кредитной политики и значительный рост ключевой ставки не приводят к быстрому и адекватному снижению инфляции. Данный факт свидетельствует о наличии серьезных проблем в механизме трансмиссии, что требует глубокого анализа причин данного явления. **Теоретический анализ.** В статье уделяется особое внимание теоретическим основам трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, ключевым каналам передачи сигналов от ключевой ставки к инфляции (процентному, кредитному, валютному и др.), а также факторам, которые могут нарушать их работу. В частности, подробно рассмотрены структурные особенности экономики, такие как высокая доля монополизированных рынков, слабая конкуренция в банковском секторе и низкое доверие экономических агентов к политике регулятора, которые искажают стандартные взаимосвязи. **Эмпирический анализ.** Проанализированы статистические данные по динамике ключевой ставки, инфляции, кредитным и депозитным ставкам, а также макроэкономические показатели, необходимые для оценки эффективности трансмиссионного механизма. Проведенные расчеты и корреляционный анализ позволили выявить периоды и условия, при которых воздействие ключевой ставки на инфляцию было ослаблено, и определить ключевые «разрывы» в передаточном механизме. **Результаты.** Сформулированы ключевые проблемы, препятствующие эффективной трансмиссии денежно-кредитной политики в современных условиях. Установлено, что, помимо традиционных временных лагов, основными причинами являются структурные дисбалансы в экономике, устойчиво высокий уровень инфляции, а также влияние немонетарных проинфляционных факторов (санкции, сбои в цепочках поставок), на которые ключевая ставка не может оказать прямое воздействие. Анализ показал, что для того, чтобы меры Банка России начали действовать на экономику более эффективно, недостаточно просто регулировать уровень ключевой ставки. Параллельно нужно проводить глубокие структурные реформы в экономике.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, трансмиссионный механизм, ключевая ставка, инфляция, каналы влияния денежно-кредитной политики, механизм процентных ставок, Банк России

**Для цитирования:** Синиченко О. А. Проблемы трансмиссии денежно-кредитной политики: почему изменение ключевой ставки не всегда сдерживает инфляцию? // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. 2026. Т. 26, вып. 1. С. 16–25. <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2026-26-1-16-25>, EDN: DXRZQX

Статья опубликована на условиях лицензии Creative Commons Attribution 4.0 International (CC-BY 4.0)

Article

Monetary policy transmission issues: Why changing the key interest rate doesn't always curb inflation?

O. A. Sinichenko

Taganrog Institute of Management and Economics, 45 Petrovskaya St., Taganrog 347900, Russia

Olesya A. Sinichenko, o.sinichenko@tmei.ru, <https://orcid.org/0000-0001-9216-4528>

**Abstract. Introduction.** The key rate is the main monetary policy instrument through which the central bank influences inflation. However, in practice, a situation is often observed when monetary policy tightening and a significant increase in the key rate do not lead to a rapid and adequate reduction in inflation. This fact indicates the presence of serious problems in the transmission mechanism, which requires an in-depth analysis of this phenomenon's causes. **Theoretical analysis.** The article pays special attention to the theoretical foundations of the monetary policy transmission mechanism, the key channels for transmitting signals from the key rate to inflation (interest rate, credit, foreign exchange and others), as well as the factors that can disrupt their operation. In particular, structural features of the economy are considered in detail, such as a high share of monopolized markets, weak competition in the banking sector and low confidence of economic agents in the regulator's policies,



which distort the standard relationships. **Empirical analysis.** Statistical data on the dynamics of the key rate, inflation, credit and deposit rates, as well as macroeconomic indicators necessary for assessing the effectiveness of the transmission mechanism are analyzed. The calculations and correlation analysis revealed periods and conditions under which the key rate's impact on inflation was weakened and identified key gaps in the transmission mechanism. **Results.** Key issues hindering the effective transmission of monetary policy in the current environment were identified. In addition to traditional time lags, the main causes were found to be structural imbalances in the economy, persistently high inflation, and the influence of non-monetary inflationary factors (sanctions, supply chain disruptions), which the key rate cannot directly influence. The analysis showed that, for the Bank of Russia's measures to have a more effective impact on the economy, simply adjusting the key rate is not enough. Deep structural reforms in the economy must be carried out in parallel.

**Keywords:** monetary policy, transmission mechanism, key rate, inflation, monetary policy influence channels, interest rate mechanism, Bank of Russia

**For citation:** Sinichenko O. A. Monetary policy transmission issues: Why changing the key interest rate doesn't always curb inflation? *Izvestiya of Saratov University. Economics. Management. Law*, 2026, vol. 26, iss. 1, pp. 16–25 (in Russian). <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2026-26-1-16-25>, EDN: DXRZQX

This is an open access article distributed under the terms of Creative Commons Attribution 4.0 International License (CC-BY 4.0)

## Введение

Эффективное управление инфляционными процессами является одной из первостепенных целей современной денежно-кредитной политики (ДКП). Основным инструментом ее реализации в большинстве стран выступает ключевая ставка, через которую центральный банк оказывает влияние на финансовые условия и в конечном счете на совокупный спрос и уровень цен. Классическая экономическая теория предполагает наличие надежного трансмиссионного механизма, который заключается в утверждении, что повышение ключевой ставки удорожает кредитные ресурсы, сдерживает экономическую активность и, как следствие, приводит к снижению инфляционного давления.

Однако на практике все чаще наблюдаются ситуации, когда ужесточение ДКП и значительный рост ключевой ставки не приводят к ожидаемому и своевременному снижению инфляции. Это свидетельствует о нарушении или ослаблении каналов трансмиссии, что ставит под сомнение эффективность стандартного монетарного инструментария в современных условиях. Проблема становится особенно актуальной в периоды структурных преобразований в экономике, внешнеэкономических шоков и высокой волатильности на мировых рынках, когда на инфляцию оказывают влияние немонетарные факторы, слабо поддающиеся контролю со стороны центрального банка.

Актуальность данного исследования обусловлена необходимостью выявления и анализа причин, препятствующих эффективной передаче сигналов от ключевой ставки к инфляции. Понимание этих причин является критически важным для центральных банков всех стран,

так как позволяет корректировать политику, прогнозировать ее результаты и поддерживать макроэкономическую стабильность.

Целью данной статьи является комплексный анализ проблем трансмиссии денежно-кредитной политики и выявление ключевых факторов, объясняющих, почему изменение ключевой ставки не всегда сдерживает инфляцию.

Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

- 1) проанализировать теоретические основы трансмиссионного механизма ДКП и его ключевые каналы;
- 2) выявить и систематизировать факторы, способные нарушать нормальное функционирование трансмиссионного механизма;
- 3) провести эмпирическую оценку эффективности передачи сигналов от ключевой ставки к инфляции на основе актуальных статистических данных;
- 4) сформулировать выводы о природе «разрывов» в трансмиссионном механизме и предложить рекомендации по их устранению.

## Теоретический анализ

Теоретической основой исследования выступает теория трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, который представляет собой процесс передачи сигналов от монетарных инструментов Центрального Банка к реальному сектору экономики и уровню цен. Классическая модель предполагает, что изменение ключевой ставки через систему взаимосвязанных каналов приводит к предсказуемой корректировке инфляции. В рамках данного исследования рассматриваются ключевые каналы трансмиссии и теоретические ограничения их эффективности.



Рассмотрим ключевые каналы трансмиссии денежно-кредитной политики.

1. *Процентный канал* – является центральным в большинстве макроэкономических моделей, однако эмпирические исследования, в частности работы Майкла Вудфорда, подчеркивают, что его эффективность зависит от жесткости цен и степени замедления реакции экономики на изменение стоимости кредита [1].

Согласно модели данного канала повышение ключевой ставки приводит к росту процентных ставок по кредитам и депозитам в экономике. Это, в свою очередь, удорожает заемные средства для компаний и домохозяйств, что сдерживает инвестиционную и потребительскую активность, снижает совокупный спрос и оказывает понижающее давление на инфляцию.

2. *Кредитный канал* – подразделяется на два аспекта: канал банковского кредитования и канал баланса. Канал банковского кредитования акцентирует внимание на том, что ужесточение ДКП сокращает банковские ресурсы и способность кредитных организаций предоставлять займы, особенно малым и средним предприятиям. Канал баланса предполагает, что рост ставок ухудшает финансовое состояние заемщиков (снижает стоимость их активов и увеличивает расходы на обслуживание долга), что делает их менее кредитоспособными в глазах банков.

Данное направление детально рассматривалось в научных трудах Бенном Бернанке и Марком Гертлером [2, р. 30–35]. В российской научной среде проблемы банковского кредитного канала активно исследуются А. Р. Белоусовым, который указывает на высокую зависимость его эффективности от состояния банковской системы и доверия между ее участниками [3, с. 7].

3. *Валютный канал* – предполагает, что повышение ключевой ставки, при прочих равных, делает национальную валюту более привлекательной для инвесторов, что ведет к ее укреплению. Укрепление национальной валюты снижает цену импортируемых товаров, что напрямую сокращает инфляцию, а также повышает конкуренцию для отечественных производителей, косвенно сдерживая рост цен.

Однако валютный канал наиболее уязвим для внешних шоков. Исследования такого экономиста, как М. Ю. Головин, посвященные странам с формирующимися рынками,

показывают, что в условиях высокой волатильности потоков капитала и санкционного давления валютный курс может не столько стабилизировать, сколько дестабилизировать инфляционные процессы, ослабляя трансмиссию [4, с. 10].

4. *Канал инфляционных ожиданий* – играет решающую роль в современных моделях. Доверие экономических агентов к действиям Центрального Банка является ключевым. Если Банк России обладает высоким кредитом доверия, то даже объявление об ужесточении политики может привести к снижению инфляционных ожиданий и, как следствие, самой инфляции, без необходимости резкого «сжатия» экономики.

Канал инфляционных ожиданий стал «краеугольным» камнем развития современной ДКП после работ Дж. Б. Тейлора [5, р. 205–207] и М. Вудфорда, которые обосновали переход к режиму инфляционного таргетирования. Отечественный исследователь К. Юдаева отмечает, что в России процесс «закрепления» ожиданий является незавершенным, что делает их высоковосприимчивыми к немонетарным шокам [6, с. 22].

Сравнительный анализ ключевых каналов трансмиссии ДКП приведен в табл. 1.

Несмотря на логичную теоретическую базу, эффективность каналов трансмиссии может быть существенно ослаблена рядом факторов, что создает «разрывы» в передаче сигнала к действию (табл. 2).

Высокий уровень монополизации и слабая конкуренция на товарных рынках позволяют компаниям перекладывать возросшие финансовые издержки на конечных потребителей, поддерживая высокие цены даже в условиях падения спроса. Низкая конкуренция в банковском секторе может привести к тому, что изменение ключевой ставки будет неполно и с задержкой транслироваться в ставки по кредитам и депозитам. Работы Д. Асемоглу и ряда институциональных экономистов доказывают, что в высокомонополизированных экономиках ценовая политика фирм становится неэластичной по отношению к изменениям спроса, индуцированным ДКП [7, р. 54–62]. Исследования, проведенные в НИУ ВШЭ и РАНХиГС, подтверждают, что эта проблема актуальна и для России, где ключевая ставка слабо передается в конечные цены в ряде неторгуемых секторов.



Таблица 1 / Table 1

**Сравнительный анализ ключевых каналов трансмиссии ДКП**  
**Comparative analysis of the DCP key transmission channels**

Канал трансмиссии	Механизм воздействия	Ключевые факторы, ослабляющие канал
Процентный	Изменение ключевой ставки влияет на изменение рыночных ставок, что, в свою очередь, ведет к корректировке инвестиций и потребления	Низкая эластичность спроса по ставке, высокая доля фиксированных ставок
Кредитный	Изменение ставки приводит к изменению предложения кредитов банками (банковский канал) и спроса на кредиты со стороны заемщиков (канал баланса)	Низкая капитализация банков, высокий уровень просроченной задолженности
Валютный	Изменение ставки приводит к изменению курса национальной валюты, что, в свою очередь, влияет на изменение цен на импорт и экспорт	Валютные интервенции, ограничения на движение капитала, изолированность финансовой системы
Инфляционных ожиданий	Заявления и действия ЦБ приводят к формированию ожиданий агентов, что отражается в закреплении в ценовой политике	Низкое доверие к ЦБ, длительная история высокой инфляции

Сост. по: [1–5].

Compiled according to: [1–5].

Таблица 2 / Table 2

**Факторы, вызывающие «разрывы» в трансмиссионном механизме**  
**Factors that cause «breaks» in the transmission mechanism**

Группа факторов	Примеры	Воздействие на трансмиссию
Институциональные	Слабая независимость ЦБ, неразвитость финансовых рынков, высокий уровень долларизации	Ослабление всех каналов, особенно валютного и канала ожиданий
Структурные	Высокая монополизация экономики, низкая мобильность капитала, значительный теневой сектор	Ослабление процентного и кредитного каналов, искажение ценовых сигналов
Внешние (шоки)	Резкие колебания цен на сырье, санкции, разрыв цепочек поставок	Подавление валютного канала, доминирование немонетарной инфляции
Поведенческие	Дезанкоринг инфляционных ожиданий, низкий уровень финансовой грамотности	Ослабление и искажение канала инфляционных ожиданий

Сост. по: [1–5].

Compiled according to: [1–5].

В условиях, когда инфляция обусловлена шоками предложения (разрывы глобальных цепочек поставок, рост мировых цен на сырье, санкционные ограничения), традиционное ужесточение ДКП оказывается малоэффективным [8, с. 115]. Оно борется со следствием (инфляцией), а не с причиной (сокращением предложения), и может даже усугубить спад, не оказав значимого влияния на цены. Мировой опыт, включая энергетические кризисы 1970-х гг. и перебои цепочек поставок, анализируется в работах О. Бланшара и Дж. Гали [9, р. 4–18]. Они показывают, что шоки предложения создают для центральных банков дилемму:

бороться с инфляцией ценой глубокой рецессии или допустить ее временный рост. В российском контексте исследования Е. Т. Гурвича выделяют структурные сдвиги в экономике 2022–2023 гг. как ключевой фактор, искаживший стандартные трансмиссионные связи [10, с. 32; 11, с. 8].

В экономике с длительной историей высокой инфляции ожидания экономических агентов становятся неэластичными и плохо поддаются корректировке. Если домохозяйства и компании не верят в способность Центрального Банка «победить» инфляцию, они закладывают ее высокий уровень в долгосрочные контракты и стратегии, тем самым проецируя ее в будущее.



В такой ситуации доверие подорвано, и канал ожиданий не работает. Теория рациональных и адаптивных ожиданий (Р. Лукас, Т. Сарджент) объясняет, почему при низком доверии к политике ЦБ инфляция приобретает самоподдерживающийся характер [12]. Эмпирические исследования Банка России, представленные в его ежегодных докладах, прямо указывают на «дезанкоринг» инфляционных ожиданий как на одну из главных проблем периода 2022–2023 гг., потребовавшую сверхжесткой монетарной реакции.

В странах с недостаточно развитым финансовым рынком, высокой долей наличного обращения и слабой проницаемостью банковских услуг каналы трансмиссии (особенно процентный и кредитный) функционируют частично. Значительная часть населения и бизнеса может быть просто «отключена» от системы монетарного регулирования. В периоды экономического бума или, наоборот, глубокого кризиса чувствительность инвестиционного и потребительского

спроса к изменению процентных ставок может существенно снижаться, ослабляя процентный канал. Работы Э. Хелпмана, М. Обстфельда и К. Рогоффа, а также К. Борио из Банка международных расчетов (BIS) акцентируют внимание на растущей роли глобальных, а не внутренних факторов инфляции в открытых экономиках, что может ослаблять мощь национальной ДКП [13, с. 53–59].

Таким образом, теоретический анализ демонстрирует, что эффективность трансмиссионного механизма ДКП зависит не только от действий Центрального Банка, но и от структурного состояния экономики, природы инфляционных шоков и «настроек» экономических агентов, что объясняет, почему на практике связь между ключевой ставкой и инфляцией часто оказывается нелинейной и ослабленной.

На рис. 1 приведена упрощенная схема трансмиссионного механизма ДКП и точек возникновения «разрывов».



Рис. 1. Упрощенная схема трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и точек возникновения «разрывов»

Fig. 1. Simplified diagram of the monetary policy transmission mechanism and the points of “breaks”



На рис. 1 показано, как импульс от ключевой ставки (Блок 1) передается через финансовую систему (Блок 2) на реальный сектор (Блок 3), влияя на инфляцию (Блок 4). Пунктирными линиями обозначены ключевые точки («разрывы»), где передача монетарного импульса может быть ослаблена или прервана из-за ряда факторов, перечисленных в табл. 2.

### Эмпирический анализ

Для верификации теоретических выводов о проблемах трансмиссии денежно-кредитной политики был проведен эмпирический анализ на основе данных по Российской Федерации за 2019–2024 гг. Цель анализа – выявить периоды и количественно оценить масштабы ослабления связи между ключевой ставкой Банка России и уровнем инфляции.

В качестве методологической основы использовался корреляционно-регрессионный анализ. Были рассчитаны коэффициенты корреляции между ключевой ставкой и инфляцией

(месячный и годовой темп прироста ИПЦ) для различных временных лагов (0, 3, 6, 9 месяцев), что позволяет учесть запаздывание влияния монетарной политики. Для визуализации динамики процессов применялся сравнительный анализ траекторий ключевой ставки и инфляции. Также был проведен анализ передаточной динамики от ключевой ставки к ставкам по кредитам и депозитам для нефинансовых организаций и домохозяйств. Использовались ежемесячные данные Банка России и Росстата: размер ключевой ставки, индекс потребительских цен, ставки по кредитам и депозитам в рублях.

Данные с расчетами коэффициентов корреляции между ключевой ставкой и инфляцией с различными лагами приведены в табл. 3.

Результаты, представленные в табл. 3, наглядно демонстрируют структурный сбой в механизме трансмиссии. В стабильный период (2019–2021 гг.) наблюдалась классическая картина: повышение ставки сегодня вело к снижению инфляции через 6–9 месяцев (коэффициент корреляции достигал 0.72).

Таблица 3 / Table 3

**Коэффициенты корреляции между ключевой ставкой и инфляцией с различными лагами**  
Correlation coefficients between the key interest rate and inflation with different lags

Период анализа	Лаг 0 месяцев	Лаг 3 месяца	Лаг 6 месяцев	Лаг 9 месяцев	Вывод
2019–2021 гг. (относительно стабильный период)	+0,15	-0,35	-0,58	-0,72	Отрицательная связь проявляется с лагом 6–9 месяцев, что соответствует теории
2022–2024 гг. (период шоков)	+0,85	+0,78	+0,65	+0,41	Связь стала положительной и сильной в краткосрочном периоде, что свидетельствует о нарушении трансмиссии

Сост. по: Процентные ставки денежно-кредитной политики. URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/ProcStav/IR\\_CHG\\_MPO/](https://cbr.ru/hd_base/ProcStav/IR_CHG_MPO/) (дата обращения: 27.10.2025).

Compiled according to: *Protsentnye stavki denezhno-kreditnoy politiki* (Monetary policy interest rates). Available at: [https://cbr.ru/hd\\_base/ProcStav/IR\\_CHG\\_MPO/](https://cbr.ru/hd_base/ProcStav/IR_CHG_MPO/) (accessed October 27, 2025).

В шоковый период (2022–2024 гг.) связь стала положительной: рост ставки совпал с ростом инфляции, так как оба показателя реагировали на одни и те же проинфляционные шоки (санкции, разрыв цепочек поставок), что указывает на доминирование немонетарных факторов. Динамика ключевой ставки и инфляции в 2019–2024 гг.<sup>1</sup> представлена на рис. 2.

<sup>1</sup> См.: Процентные ставки денежно-кредитной политики. URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/ProcStav/IR\\_CHG\\_MPO/](https://cbr.ru/hd_base/ProcStav/IR_CHG_MPO/) (дата обращения: 27.10.2025); Инфляция и ключевая ставка Банка России. URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/inf/](https://cbr.ru/hd_base/inf/) (дата обращения: 27.10.2025).

Анализ представленных на рис. 2 данных выявляет сложную и нелинейную динамику взаимосвязи ключевой ставки и инфляции, позволяя выделить три ключевых режима денежно-кредитной политики.

В период 2019–2021 гг. наблюдалась относительно предсказуемая картина, когда Банк России реагировал на ускорившуюся в 2021 г. инфляцию опережающим повышением ставки. Однако эффективность мер была ограничена немонетарным характером инфляционного давления, обусловленного глобальными факторами.

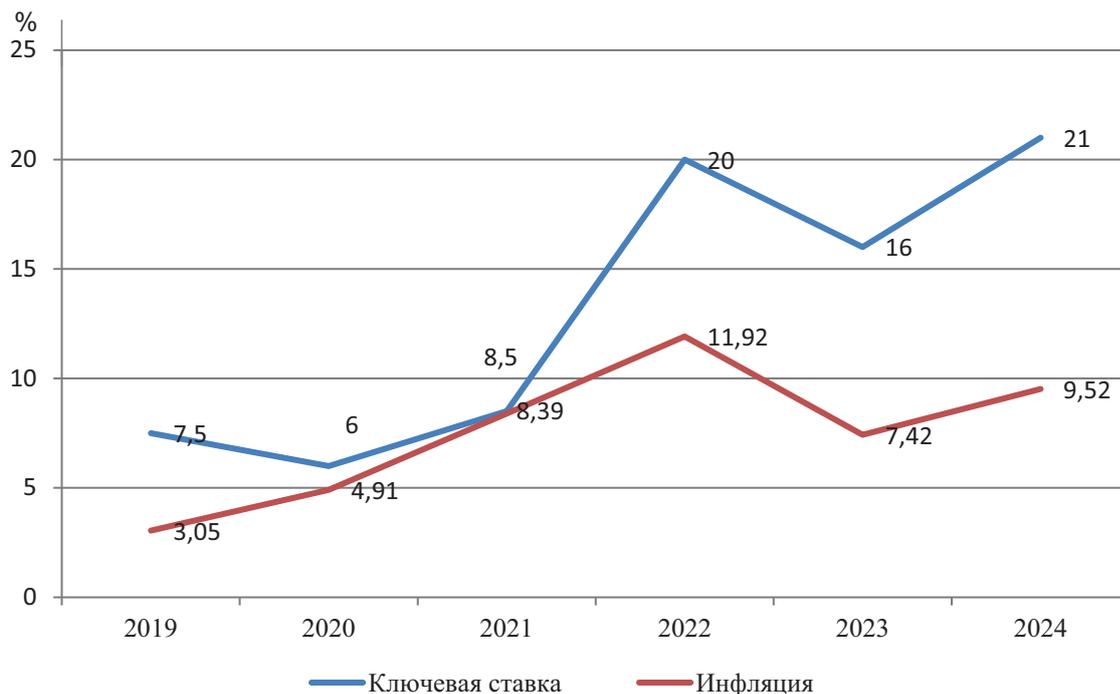


Рис. 2. Динамика ключевой ставки и инфляции в 2019–2024 гг., % (цвет онлайн)  
Fig. 2. Dynamics of the key rate and inflation in 2019–2024, % (color online)

Шоковый 2022 г. характеризовался парадоксальным нарушением трансмиссионного механизма. Резкое ужесточение политики (рост ставки до 20%) не предотвратило всплеска инфляции, что наглядно демонстрирует доминирование шоков предложения и ограниченную эффективность монетарных инструментов в таких условиях [14, с. 197]. Последующее в 2023 г. снижение ставки на фоне снижающейся инфляции указало на начало восстановления традиционных взаимосвязей и проявление отсроченного эффекта от ранее принятых мер [15, с. 9].

В 2024 г. возобновилось инфляционное давление, требующее сверхжесткой монетарной реакции. Рост инфляции до 9,52% при увеличении ключевой ставки до 21% свидетельствует о сохраняющихся проинфляционных рисках и, возможно, о снижении эффективности процентного канала трансмиссии.

Теоретическая интерпретация результатов подтверждает гипотезу о структурных изменениях в механизме трансмиссии. Зависимость между ставкой и инфляцией носит нелинейный характер и критически зависит от природы инфляционных процессов. В периоды шоков предложения традиционные взаимосвязи нарушаются, что требует от Центрального Банка более комплексного подхода, выходящего за рамки стандартного инфляционного таргетирования.

Оценка передачи ключевой ставки в рыночные ставки кредитов и депозитов служит прямым измерением работоспособности трансмиссионного механизма (табл. 4). Такой анализ выполняет роль точного диагностического инструмента. Он позволяет не просто констатировать, что политика не сработала, а показать, на каком именно этапе произошел сбой – в банковской системе. Неполная или замедленная передача ставки является объективным свидетельством либо проблем в самом банковском секторе (например, с ликвидностью или капиталом), либо его нежелания или невозможности передавать импульс дальше из-за высоких рисков. Это количественное доказательство «разрыва» в канале кредитования, который теоретически описывается в литературе, но требует именно эмпирического подтверждения.

Проведенный анализ передачи ключевой ставки выявил сложную и неоднородную динамику трансмиссионного механизма. В шоковом 2022 г. наблюдался парадоксальный разрыв в передаче монетарного импульса, особенно выраженный в корпоративном кредитовании, где ставки не только не повысились, но и продемонстрировали отрицательную динамику. Это свидетельствует о глубоком структурном нарушении канала кредитования в период экстремальной волатильности.



Таблица 4 / Table 4

**Скорость и полнота передачи ключевой ставки в ставки по кредитам и депозитам (пиковые значения, %)**  
**Speed and completeness of transmission of the key rate to loan and deposit rates (peak values, %)**

Показатель	2021	2022	2023	2024	Изменение, п.п. (2022 к 2021)	Передача (доля от изменения ключевой ставки)	Динамика передачи (2024 к 2023)
Ключевая ставка	8,5	20,0	16,0	21,0	+11,5	1,0	+5,0
Ставка по кредитам юридическим лицам	9,41	8,93	16,11	23,98	-0,48	-0,04	+7,87
Ставка по кредитам физическим лицам	14,34	17,43	21,03	32,73	+3,09	0,27	+11,7
Ставка по депозитам физических лиц	5,93	13,81	12,78	21,37	+7,88	0,69	+8,59
Ставка по депозитам юридических лиц	6,52	14,56	14,43	20,88	+8,04	0,7	+6,45

Сост. по: Процентные ставки денежно-кредитной политики. URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/ProcStav/IR\\_CHG\\_MPO/](https://cbr.ru/hd_base/ProcStav/IR_CHG_MPO/) (дата обращения: 27.10.2025); Инфляция и ключевая ставка Банка России. URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/infl/](https://cbr.ru/hd_base/infl/) (дата обращения: 27.10.2025).

Compiled according to: *Protsentnye stavki denezhno-kreditnoy politiki* (Monetary policy interest rates). Available at: [https://cbr.ru/hd\\_base/ProcStav/IR\\_CHG\\_MPO/](https://cbr.ru/hd_base/ProcStav/IR_CHG_MPO/) (accessed October 27, 2025); *Inflyatsiya i klyuchevaya stavka Banka Rossii* (Inflation and the key rate of the Bank of Russia). Available at: [https://cbr.ru/hd\\_base/infl/](https://cbr.ru/hd_base/infl/) (accessed October 27, 2025).

К 2024 г. механизм трансмиссии восстановил работу, однако с существенными изменениями. Резкий рост ставок по всем категориям, особенно в розничном сегменте, указывает не только на реакцию на ужесточение денежно-кредитной политики, но и на значительное увеличение премий за риск. Финансовая система начала функционировать в новой парадигме, где высокая ключевая ставка полностью транслируется в стоимость кредитных и депозитных продуктов, однако это происходит на фоне сохраняющихся структурных дисбалансов<sup>2</sup>.

Наиболее полная и предсказуемая передача сохраняется в депозитном сегменте, тогда как кредитные ставки, особенно для физических лиц, демонстрируют превышающую реакцию, что может свидетельствовать о накопленных проблемах в качестве кредитных портфелей и изменении поведения финансовых посредников.

Проведенный эмпирический анализ подтвердил гипотезу о структурных нарушениях в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики в период 2019–2024 гг. Установлено, что в шоковый период 2022–2024 гг. произошло кардинальное изменение характера

<sup>2</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 и период 2023 и 2024 годов. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/180751/on\\_2022\(2023-2024\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/180751/on_2022(2023-2024).pdf) (дата обращения: 27.10.2025).

взаимосвязи ключевой ставки и инфляции, что проявилось в смене отрицательной корреляции на положительную. Это свидетельствует о доминировании немонетарных факторов инфляции и ограниченной эффективности монетарных инструментов в условиях шоков предложения.

Анализ передачи ключевой ставки в процентные ставки по кредитам и депозитам выявил существенную неоднородность функционирования трансмиссионного механизма. В шоковый период 2022 г. наблюдался парадоксальный разрыв в передаче монетарного импульса, особенно выраженный в корпоративном кредитовании. К 2024 г. механизм трансмиссии восстановился, однако с признаками существенных структурных изменений, проявляющихся в резком росте премий за риск, особенно в розничном сегменте кредитования.

Полученные результаты свидетельствуют о необходимости адаптации денежно-кредитной политики к структурным изменениям в экономике, учитывающей неоднородность передачи монетарных импульсов по различным сегментам финансовой системы и зависимость эффективности политики от природы инфляционных шоков<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Там же.



## Результаты

Проведенное исследование позволило получить ряд существенных результатов, раскрывающих природу и механизмы нарушения трансмиссии денежно-кредитной политики в современных условиях.

На основе корреляционного анализа выявлено кардинальное изменение взаимосвязи ключевой ставки и инфляции в шоковый период 2022–2024 гг. Если в стабильный период (2019–2021 гг.) наблюдалась классическая отрицательная корреляция с лагом 6–9 месяцев (коэффициент  $-0,72$ ), то в период шоков связь стала положительной и сильной в краткосрочном периоде (коэффициент  $+0,85$  при лаге 0 месяцев). Данный парадокс свидетельствует о фундаментальном нарушении трансмиссионного механизма, когда оба показателя реагировали на единые внешние шоки, а традиционная причинно-следственная связь была нарушена.

Анализ передачи ключевой ставки в процентные ставки по кредитам и депозитам выявил существенную неоднородность функционирования трансмиссионного механизма. В 2022 г. наблюдался парадоксальный разрыв в корпоративном кредитовании, где ставки продемонстрировали отрицательную динамику ( $-0,48$  п.п.) на фоне резкого роста ключевой ставки. К 2024 г. передаточный механизм восстановился, однако с признаками структурных изменений, проявляющихся в резком росте премий за риск, особенно в розничном сегменте кредитования (прирост на  $11,7$  п.п.).

Установлено, что наиболее полная и предсказуемая передача сохраняется в депозитном сегменте (коэффициент передачи  $0,69–0,70$ ), тогда как кредитные ставки демонстрируют существенно более слабую реакцию на изменения денежно-кредитной политики. Особенно выраженная асимметрия наблюдается между корпоративным и розничным кредитованием, что свидетельствует о дифференцированной риск-оценке банковских институтов.

Полученные результаты убедительно доказывают, что в условиях мощных внешних шоков инфляция формируется преимущественно под воздействием факторов со стороны предложения. Ограниченная эффективность монетарных инструментов в таких условиях обусловлена их неспособностью напрямую влиять на структурные дисбалансы в экономике и шоки предложения.

Теоретическая значимость полученных результатов заключается в верификации гипотезы о нелинейном характере трансмиссионного механизма и его зависимости от природы инфляционных процессов. Практическая ценность состоит в разработке диагностического инструментария для выявления «разрывов» трансмиссии и обосновании необходимости адаптации денежно-кредитной политики к структурным изменениям в экономике.

Выявленные закономерности свидетельствуют о необходимости пересмотра традиционных подходов к проведению денежно-кредитной политики и разработки комплексных мер, учитывающих структурные особенности экономики и природу инфляционных шоков.

## Список литературы

1. Woodford M. Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy. Princeton University Press, 2003. 808 p. URL: <https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691010496/interest-and-prices> (дата обращения: 27.10.2025).
2. Bernanke B. S., Gertler M. Inside the Black Box: The credit channel of monetary policy transmission // The Journal of Economic Perspectives. 1995. Vol. 9, iss. 4. P. 27–48. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27>
3. Белоусов А. П. Российская экономика в среднесрочной перспективе: сценарии развития // Проблемы прогнозирования. 2004. № 4. С. 1–29. EDN: HRTRUT
4. Головин М. Ю. Денежно-кредитная политика России: реакция на новые внешние вызовы // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 1. С. 7–20. [https://doi.org/10.52180/2073-6487\\_2023\\_1\\_7\\_20](https://doi.org/10.52180/2073-6487_2023_1_7_20), EDN: BOEIAH
5. Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39. P. 195–214.
6. Юдаева К. О валютной политике // Вопросы экономики. 2010. № 1. С. 21–28. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-1-21-28>, EDN: KYJROZ
7. Acemoglu D., Johnson S., Robinson J., Thaicharoen Y. Institutional causes, macroeconomic symptoms: Volatility, crises and growth // Journal of Monetary Economics. 2003. Vol. 50, iss. 1. P. 49–123.
8. Синиченко О. А. Адаптация банковского сектора к условиям неустойчивости глобальной финансовой среды // Экономические и социальные проблемы России. 2024. № 1 (57). С. 106–125. <https://doi.org/10.31249/espr/2024.01.07>, EDN: OKYVTN
9. Blanchard O. J., Galí J. Labor markets and monetary policy: A New-Keynesian model with unemployment // American Economic Journal: Macroeconomics. 2008. Vol. 2, № 2. P. 1–30. <https://doi.org/10.1257/mac.2.2.1>



10. Гурвич Е. Т. Возможные источники и ограничения роста российской экономики в период до 2024 г. // Вопросы теоретической экономики. 2019. № 1 (4). С. 30–45. <https://doi.org/10.24411/2587-7666-2019-00003>
11. Гурвич Е. Т. Неосязаемые факторы финансовых кризисов. Часть 2 // Современная мировая экономика. 2023. Т. 1, № 2. С. 6–27. <https://doi.org/10.17323/2949-5776-2023-1-2-6-27>, EDN: UGWTRH
12. Тюкавкин Н. М. Концептуальный анализ «Теории рациональных ожиданий» // Международный научно-исследовательский журнал. 2015. № 8–1 (39). С. 90–93. EDN: UHNZYZ
13. Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. 2004. № 1. С. 49–65. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2004-1-49-65>, EDN: PJFZB
14. Зимовец А. В., Сорочкина Ю. В., Ханина А. В. Комплекс предложений по защите экономики России от санкций стран Запада на макро-, мезо- и микроуровне // Экономические отношения. 2022. Т. 12, № 2. С. 195–214. <https://doi.org/10.18334/eo.12.2.114792>, EDN: KZLOCK
15. Синиченко О. А. Роль банковского сектора в развитии экономики страны // Вестник Таганрогского института управления и экономики. 2023. № 4 (40). С. 3–10.
5. Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, no. 39, pp. 195–214.
6. Yudaeva K. On the exchange rate policy. *Voprosy Ekonomiki*, 2010, no. 1, pp. 21–28 (in Russian). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-1-21-28>, EDN: KYJROZ
7. Acemoglu D., Johnson S., Robinson J., Thaicharoen Y. Institutional causes, macroeconomic symptoms: Volatility, crises and growth. *Journal of Monetary Economics*, 2003, vol. 50, iss. 1, pp. 49–123.
8. Sinichenko O. A. Adaptation of the banking sector to the conditions of instability of the global financial environment. *Economic and Social Problems of Russia*, 2024, no. 1 (57), pp. 106–125 (in Russian). <https://doi.org/10.31249/espr/2024.01.07>, EDN: OKYVTN
9. Blanchard O. J., Galí J. Labor markets and monetary policy: A New-Keynesian model with unemployment. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2008, vol. 2, no. 2, pp. 1–30. <https://doi.org/10.1257/mac.2.2.1>
10. Gurvich E. T. Capabilities and limitations of growth of the Russian economy in period till 2024. *Issues of Economic Theory*, 2019, no. 1 (4), pp. 30–45 (in Russian). <https://doi.org/10.24411/2587-7666-2019-00003>
11. Gurvich E. T. The intangible drivers of financial crises. Part 2. *Contemporary World Economy*, 2023, vol. 1, no. 2, pp. 6–27 (in Russian). <https://doi.org/10.17323/2949-5776-2023-1-2-6-27>, EDN: UGWTRH
12. Tyukavkin N. M. Conceptual analysis of “The theory of rational expectations”. *International Research Journal*, 2015, no. 8–1 (39), pp. 90–93 (in Russian). EDN: UHNZYZ
13. Moiseev S. Macroanalysis of exchange rate: From Kassel to Obstfeld and Rogoff. *Voprosy Ekonomiki*, 2004, no. 1, pp. 49–65 (in Russian). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2004-1-49-65>, EDN: PJFZB
14. Zimovets A. V., Sorokina Yu. V., Khanina A. V. A set of proposals to protect the Russian economy from Western sanctions at the macro-, meso- and micro-levels. *Journal of International Economic Affairs*, 2022, vol. 12, no. 2, pp. 195–214 (in Russian). <https://doi.org/10.18334/eo.12.2.114792>, EDN: KZLOCK
15. Sinichenko O. A. The role of the banking sector in the development of the country’s economy. *Bulletin of the Taganrog Institute of Management and Economics*, 2023, no. 4 (40), pp. 3–10 (in Russian).

## References

Поступила в редакцию 07.11.2025; одобрена после рецензирования 10.12.2025; принята к публикации 10.12.2025  
The article was submitted 07.11.2025; approved after reviewing 10.12.2025; accepted for publication 10.12.2025