

Научная статья
УДК 338.439
DOI 10.32324/2412-8945-2025-3-18-29
EDN YVBCRL

АНАЛИЗ ВЗАИМНОГО ВЛИЯНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ФИНАНСОВОГО ПОЛОЖЕНИЯ ДОМОХОЗЯЙСТВ

Александра Викторовна Божечкова^{1✉}, Екатерина Евгеньевна Гайдышева², Ирина Игоревна Яковлева³

^{1, 2, 3} Центр изучения проблем центральных банков, Институт прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

Автор, ответственный за переписку: Александра Викторовна Божечкова, bojchekova@ranepa.ru

Аннотация. В статье представлен анализ механизмов взаимного влияния денежно-кредитной политики и финансового положения домашних хозяйств в российской экономике. Изучение тенденций в области дифференциации финансового положения домашних хозяйств в России свидетельствует о существенном уровне неравенства, учет которого является важным при анализе последствий денежно-кредитной политики и определении условий эффективной работы трансмиссионного механизма монетарной политики. Снижение неравенства в российской экономике будет способствовать дальнейшему улучшению работы трансмиссионного механизма монетарной политики.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, финансовое положение домашних хозяйств, гетерогенность экономических агентов, ставка процента, неравенство

Благодарности: статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС.

Для цитирования: Божечкова А. В., Гайдышева Е. Е., Яковлева И. И. Анализ взаимного влияния денежно-кредитной политики и финансового положения домохозяйств // Развитие территорий. 2025. № 3. С. 18—29. DOI 10.32324/2412-8945-2025-3-18-29. EDN YVBCRL.

Economic research

Original article

ANALYSIS OF THE MUTUAL IMPACT OF MONETARY POLICY AND THE FINANCIAL SITUATION OF HOUSEHOLDS

Alexandra V. Bozhechkova^{1✉}, Ekaterina E. Gaidysheva², Irina I. Yakovleva³

^{1, 2, 3} Center for the Study of Central Banking Problems, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russian Federation

Corresponding author: Alexandra V. Bozhechkova, bojchekova@ranepa.ru

Abstract. The article presents the analysis of mechanisms of mutual influence of monetary policy and the financial situation of households in the Russian economy. The study of trends in the differentiation of the financial situation of households in Russia indicates a significant level of inequality, which is important to be taken into account when analyzing the effects of monetary policy and determining the conditions for the effective operation of the transmission mechanism of monetary policy. Reducing inequality in the Russian economy will further improve the operation of the transmission mechanism of monetary policy.

Keywords: monetary policy, financial situation of households, heterogeneity of economic agents, interest rate, inequality

Acknowledgments: the article was prepared as part of the research work of the RANEPA state assignment.

For citation: Bozhechkova A.V., Gaidysheva E.E., Yakovleva I.I. Analysis of the Mutual Impact of Monetary Policy and the Financial Situation of Households. *Territory Development*. 2025;(3):18—29. (In Russ.). <https://doi.org/10.32324/2412-8945-2025-3-18-29>. <https://elibrary.ru/yvbcrl>.



Введение

В условиях режима инфляционного таргетирования политика Банка России направлена на поддержание ценовой стабильности, являющейся необходимым условием для обеспечения сбалансированного экономического роста. Несмотря на то что режим инфляционного таргетирования зарекомендовал себя как эффективный с точки зрения стабилизации инфляции, недостаточно исследованным остается вопрос о воздействии данного режима на поведение домохозяйств, различающихся по финансовому положению (источникам доходов, уровню сбережений, степени участия в финансовых рынках, уровню потребления и др.). Отдельного внимания заслуживает и изучение влияния гетерогенности финансового положения домохозяйств на особенности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России, а также анализ степени влияния реакции макроэкономических переменных на монетарные шоки. Учитывая значительную степень неравенства российских домашних хозяйств, анализ прямых и косвенных перераспределительных эффектов денежно-кредитной политики представляется чрезвычайно актуальным.

Целью исследования является определение и систематизация механизмов взаимного влияния денежно-кредитной политики и финансового положения домашних хозяйств в российской экономике.

Под финансовым положением домашних хозяйств понимаются характеристики доходов и расходов домашних хозяйств, финансовых активов и обязательств, описывающие потребительское, сберегательное поведение и долговую нагрузку.

Отдельный акцент в исследовании сделан на показатели дифференциации доходов, богатства, потребления домашних хозяйств, позволяющие получить количественную оценку гетерогенности изучаемой выборки.

Для решения в исследовании поставленной задачи в первой части статьи проведен обзор современных теоретических исследований, в рамках которых учитывается предпосылка о гетерогенности экономических агентов при анализе последствий шоков монетарной политики, во второй части описаны основные тенденции в области дифференциации уровня доходов, богатства, потребления в России в контексте их взаимосвязи с возможностями реализации эффективной монетарной политики. В заключении сформулированы основные результаты и выводы исследования.

Теоретические аспекты взаимного влияния денежно-кредитной политики и финансового положения домашних хозяйств

Денежно-кредитная политика (ДКП) играет ключевую роль в государственном регулировании экономики. Основная ее задача заключается в обеспечении ценовой стабильности. Благодаря достижению этой цели ДКП способствует устойчивому экономическому росту и увеличению общего уровня благосостояния. Однако рост общественного благосостояния не обязательно представляет собой улучшение по Парето: нередко активное применение инструментов ДКП ведет к положительным последствиям для одних экономических агентов (например, кредиторов), одновременно ухудшая ситуацию для других (заемщиков) [1]. Более того, влияние ДКП на разные группы экономических агентов часто существенно различается. Таким образом, особую важность приобретает анализ моделей, адекватно учитывающих разнородность эффектов ДКП, и использование их результатов при изучении возможных последствий политики центральных банков и формировании взвешенных управленческих решений.

До недавнего времени в академической и регуляторной среде основным инструментом для анализа ДКП выступали модели RANK (Representative Agent New Keynesian, новокейнсианские модели с репрезентативными экономическими агентами). В моделях RANK исследуется поведение репрезентативного агента, представляющего собой совокупность всех агентов определенной категории населения. При этом в RANK-моделях часто рассматривается несколько репрезентативных агентов одновременно (например, домохозяйства и предприниматели). В стандартной RANK-модели репрезентативный агент использует полные финансовые рынки (т. е. рынки, на которых присутствует полный набор ценных бумаг Эрроу — Дебре для всех возможных будущих состояний экономической системы) для сглаживания потребления: предполагается, что с помощью различных активов агенты могут полностью застраховаться от будущих совокупных шоков. В ранних исследованиях, в которых изучались модели RANK, отмечалось, что инструментарий RANK-моделей позволяет достаточно точно отразить наблюдаемую динамику бизнес-цикла [2 ; 3].

В моделях RANK предполагается, что агенты, относящиеся к общей категории населения, не отличаются друг от друга.

Следовательно, изучать детально неравенство и перераспределение ресурсов через финансовые активы в рамках конкретной категории населения (например, домохозяйства) невозможно. В результате в RANK-моделях возможности для анализа благосостояния крайне ограничены.

Однако сочетание достижений в области анализа данных, методологии и технологий способствовало пересмотру консенсуса относительно однородности агентов и появлению нового класса моделей HANK (Heterogeneous Agent New Keynesian, новокейнсианские модели с гетерогенными экономическими агентами).

Класс моделей HANK для анализа ДКП в явном виде отражает наблюдаемую в реальности неоднородность в рамках одного типа экономических агентов: например, состоятельных и бедных агентов в рамках единого класса домохозяйств. В моделях RANK и HANK эффект ДКП можно разложить на прямой и непрямой (или косвенный).

Рассмотрим для примера стимулирующую ДКП.

Так, прямой эффект проявляется через потребление: снижение реальной процентной ставки делает сбережения менее привлекательными и приводит к росту потребления в текущий момент времени. Косвенный эффект действует через рынок труда и доход домохозяйств: рост потребления приводит к росту совокупного спроса и, как следствие, выпуска. Нехватка рабочей силы вынуждает фирмы обращаться на рынок труда, что приводит к росту спроса на рабочую силу и, следовательно, к росту заработной платы. Большая заработная плата, в свою очередь, приводит к дальнейшему росту потребления.

Основная разница между моделями RANK и HANK заключается в свойствах трансмиссионного механизма ДКП — именно это различие обуславливает пересмотр консенсуса в академических кругах относительно способности моделей объяснять наблюдаемые данные.

Так, в моделях RANK прямой эффект ДКП является доминирующим, т. е. объясняет большую долю изменений потребления в ответ на шок ДКП. В то же время на долю косвенного эффекта приходится незначительная часть изменений потребления. Незначительный косвенный эффект часто связывают с тем, что домохозяйства в моделях RANK ориентируются на перманентный доход (гипотеза перманентного дохода), а значит, не реагируют на временные изменения дохода.

Однако подобное разложение отклика потребления на шок ДКП (на прямой и косвенный эффекты) не соответствует эмпирическим наблюдениям. Во-первых, фактические данные демонстрируют низкую чувствительность потребления к изменениям ключевой ставки при использовании дохода в качестве контрольной переменной [4]. Во-вторых, существует множество домохозяйств, которые практически не имеют ликвидных активов и не сберегают, а значит, прирост потребления за счет снижения сбережений будет либо минимальным, либо совсем отсутствовать [5].

В моделях HANK, напротив, косвенный эффект является доминирующим и объясняет значительную долю изменений потребления в ответ на шок ДКП. Прямой эффект, как и в эмпирических исследованиях, несуществен. В основе HANK-моделей заложены классические для моделей с гетерогенными агентами предпосылки: действующее ограничение на заимствования [6] и неполные финансовые рынки [7—9]. Ограничение на заимствования предполагает, что экономические агенты сберегают больше в сравнении с моделью без ограничения. Агенты осознают, что в будущем, ввиду действия ограничения, доступ к рынкам заемных средств может быть ограничен (например, ввиду снижения стоимости актива, выступающего в роли залога). В этом случае экономические агенты не смогут взять в долг для сглаживания потребления после негативных экономических шоков. Следовательно, домохозяйства заранее формируют демпфер из сбережений на «черный день». Неполные финансовые рынки не позволяют агентам застраховаться от идиосинкратических (индивидуальных) шоков. Экономические агенты не могут полностью застраховаться от возможных будущих потрясений по сравнению с моделями RANK, где экономические агенты в большинстве случаев могут беспрепятственно сгладить потребление после шоков макропеременных. Кроме того, домохозяйства в моделях RANK неоднородны по доходам и капиталу. Описанные выше детали позволяют моделям HANK точно реплицировать наблюдаемые стилизованные факты о структуре населения и включить в анализ неравенство и финансовое положение домохозяйств [10].

Общепринятым подходом в рамках HANK-моделей является разделение домашних хозяйств в зависимости от доходов и активов на три типа: бедные рНtМ-домохозяйства (poor, Hand-to-Mouth), богатые (или состоятельные) wHtМ-домохозяйства (wealthy,

Hand-to-Mouth), а также non-HtM, т. е. домохозяйства, не относящиеся к HtM вообще [11].

Термин rHtM обозначает домохозяйства, которые тратят все доходы (живут «от зарплаты до зарплаты») [12].

Бедные rHtM-домохозяйства не владеют ни ликвидными, ни неликвидными активами, иными словами, они либо сберегают крайне мало, либо не сберегают совсем. Богатые wHtM-хозяйства, в свою очередь, владеют неким объемом неликвидных активов (например, недвижимостью), но при этом все еще крайне мало сберегают, что не позволяет им накапливать ликвидные активы. Наконец, non-HtM-домохозяйства не входят в категорию HtM и владеют как ликвидными, так и неликвидными активами.

Среди прямых каналов трансмиссии шоков ДКП на финансовое положение домохозяйств в теоретических моделях выделяются следующие каналы:

— канал перераспределения сбережений, который отражает перераспределение денежных средств от одной группы домохозяйств к другой, а именно: от кредиторов к заемщикам. В основном кредиторами являются обеспеченные группы домохозяйств, а заемщиками — бедные. Когда ставка процента снижается, сокращаются процентные платежи по кредитам у заемщиков. Соответственно, их финансовое положение улучшается, так как располагаемые доходы снижаются меньше. В то же время снижение процентной ставки влечет за собой снижение доходности депозитов и вкладов. Соответственно, финансовое положение кредиторов ухудшается. Таким образом, бедные и богатые группы домохозяйств сближаются по величине доходов, что приводит к сокращению неравенства;

— канал неожиданной инфляции, который отражает перераспределение богатства между заемщиками и кредиторами вследствие положительного шока денежно-кредитной политики. Снижение ставки процента приводит к ускорению инфляции. Это влечет за собой обесценение реальной стоимости долга и сокращение реальной доходности активов. В результате финансовое положение кредиторов ухудшается, а заемщиков улучшается. Таким образом, неравенство между бедными и богатыми группами домохозяйств сокращается;

— канал структуры портфеля активов, который отражает гетерогенность активов разных групп домохозяйств. Богатые домохозяйства владеют жильем, акциями и другим капиталом, бедные домохозяйства в основ-

ном имеют наличные средства в качестве активов. Снижение ставки процента приводит к увеличению цен на жилье и стоимости капитала. В результате финансовое положение обеспеченных групп домохозяйств улучшается. Когда процентная ставка снижается, деньги становятся дешевле, значит, финансовое положение бедных групп домохозяйств ухудшается. Таким образом, положительный шок ДКП через этот канал приводит к увеличению неравенства;

— канал подверженности процентному риску (канал воздействия процентной ставки), который отражает, как меняется структура активов и обязательств домохозяйств с различными сроками до погашения в ответ на изменение процентной ставки. От снижения реальной ставки процента домохозяйства, которые имеют долгосрочные облигации и ипотечные кредиты с плавающей ставкой, выигрывают, а домохозяйства, которые инвестируют в краткосрочные активы или банковские депозиты, сталкиваются с ухудшением своего финансового положения. Таким образом, доходы перераспределяются от краткосрочных вкладчиков к долгосрочным заемщикам, что приводит к увеличению неравенства;

— канал финансовой сегментации, который отражает разный уровень вовлеченности экономических агентов в финансовые рынки. Богатые домохозяйства имеют доступ к финансовым рынкам. Снижение ставки процента подразумевает перераспределение доходов в пользу тех агентов, которые вовлечены в финансовые рынки, ввиду увеличения стоимости активов, и это приводит к росту неравенства в доходах [13—15].

Косвенный эффект от шоков ДКП на финансовое положение домашних хозяйств проявляется через следующие каналы:

— канал структуры доходов, который отражает неоднородность домохозяйств по первичным источникам доходов: низкодоходные группы домашних хозяйств зависят в основном от трансфертов, домохозяйства со средним доходом — от трудовых доходов, а обеспеченные домашние хозяйства — от бизнеса и капитала. Снижение реальной ставки процента не оказывает влияния на трансферты, оно приводит к росту трудовых доходов и сокращению процентных доходов от бизнеса и капитала. Соответственно, финансовое положение бедных домохозяйств не изменяется, положение домохозяйств со средним доходом улучшается, а положение богатых домохозяйств ухудшается. Таким

образом, степень неравенства между средним классом и обеспеченными домохозяйствами снижается, но она увеличивается относительно бедных домохозяйств. Совокупный эффект зависит от того, какой вид доходов изменяется в большей степени;

— канал гетерогенности трудовых доходов, который отражает то, как шоки денежно-кредитной политики влияют на разные группы домохозяйств в зависимости от их квалификации, источников дохода, жесткости заработных плат. Малообеспеченные домашние хозяйства являются в основном низкоквалифицированными, их трудовые доходы зависят от количества отработанных часов и вероятности быть безработными. Богатые домохозяйства, наоборот, являются высококвалифицированными, и их доход зависит от почасовой заработной платы. Шок смягчения денежно-кредитной политики сопровождается ростом экономической активности, а снижение процентной ставки влечет за собой удешевление капитала. Это приводит к увеличению спроса на труд высококвалифицированных работников, так как они обладают достаточным количеством навыков, чтобы работать с новыми технологиями. Спрос на труд низкоквалифицированных работников будет снижаться, так как при более низкой стоимости капитала фирмы будут автоматизировать некоторые процессы. Следовательно, трудовые доходы бедных слоев населения будут сокращаться, а богатых — увеличиваться, т. е. неравенство доходов увеличивается. Однако заработные платы представителей домашних хозяйств с низкой квалификацией являются более гибкими, и в периоды экономического подъема будут расти сильнее, чем жесткие заработные платы высококвалифицированных работников. То есть неравенство может снижаться через данный канал. Итоговый эффект положительного шока денежно-кредитной политики через канал будет зависеть от того, как изменится спрос на труд экономических агентов разной квалификации.

Таким образом, шоки монетарной политики напрямую влияют на финансовое положение домашних хозяйств через изменение процентных платежей, доходности вкладов, стоимости активов и оказывают косвенное влияние через различия в заработных платах и квалификации домохозяйств. Итоговый совокупный эффект от шока денежно-кредитной политики будет зависеть от того, какая группа домохозяйств преобладает в экономике и какой канал трансмиссии работает сильнее.

Следует отметить, что в настоящее время в академических и экспертных кругах ведется дискуссия о том, что не только монетарная политика оказывает влияние на неравенство, но и существует связь, направленная в обратную сторону. Как было отмечено при анализе HANK-моделей, отклонение от концепции репрезентативного агента ставит под сомнение выводы многих макроэкономических моделей. Гетерогенность домашних хозяйств в доходах и активах может сказываться на результативности ДКП в терминах изменения процентных ставок, потребления, доходов, т. е. оказывать влияние на работу трансмиссионного механизма. Область исследований, посвященных тому, как финансовое положение домохозяйств сказывается на денежно-кредитной политике и ее трансмиссии, представлена немногочисленными теоретическими и эмпирическими работами [16—20]. Тем не менее их опыт может быть обобщен для изложения каналов влияния финансового положения домохозяйств на денежно-кредитную политику.

Так, канал предельной склонности к потреблению (*marginal propensity consumption* — MPC) предполагает, что различия в MPC обуславливают неоднородность реакции домохозяйств на меры монетарной политики [19—22].

Например, склонность к потреблению падает с ростом доходов. При стимулирующей ДКП богатые домохозяйства едва ли меняют свое потребление, поскольку оно и так высокое и не зависит от изменения ставки. Аналогичной будет реакция потребления группы *non-HtM* на меры сдерживающей монетарной политики [17], однако ее сбережения наиболее чувствительны к росту процентной ставки. На ужесточение ДКП такие домохозяйства будут реагировать сильнее других, стремясь получить высокий процентный доход от сбережений, что с течением времени может привести к переизбытку сбережений в экономике и негативно отразиться на эффективности монетарной политики. Данные особенности потребительских и сберегательных решений группы *non-HtM* усложняют задачу монетарных властей и вынуждают центральный банк, отклоняясь от концепции репрезентативного агента, более существенно менять ставки [23].

Бедные домохозяйства (*pHtM*) в контексте канала склонности к потреблению в силу жестких ограничений по ликвидности по сравнению с богатыми при снижении ставки сильнее увеличивают потребление относительно роста доходов, т. е. изменения непро-

порциональные [24 ; 25]. Проведение сдерживающей ДКП приводит к более выраженной реакции совокупного потребления относительно той, что наблюдается в экономике с меньшей долей бедных домохозяйств. В то же время домохозяйства со средним доходом (богатые — wHtM) в наибольшей степени реагируют на шоки ДКП. Их ограничения по ликвидности ниже, чем у бедных, но они больше склонны к заимствованиям по сравнению с богатыми. Следовательно, высокая относительно богатых склонность к потреблению, а также закредитованность приводят к тому, что потребление такой группы домохозяйств сильнее всего реагирует на изменение ключевой ставки.

Канал структуры доходов тоже предполагает, что в наибольшей степени подвержены монетарным шокам домохозяйства типа wHtM. Специфика источников доходов различных домохозяйств отличается. Бедные домохозяйства (pHtM) в основном ориентируются на трансферты и субсидии, которые не зависят напрямую от ДКП, но являются детерминантами их потребления. Богатые wHtM-домохозяйства в основном ориентируются на трудовые доходы, динамика которых увязана с шоками ДКП, а их потребление определяется преимущественно упомянутым типом доходов. В структуре доходов наиболее обеспеченных слоев населения (non-HtM) преобладают чувствительные к ДКП процентные выплаты и доходы от капитала. Такие домохозяйства подвержены прямым эффектам ДКП, и динамика их сбережений находится в зависимости от проводимой монетарной политики [17]. Богатые wHtM-домохозяйства будут достаточно чувствительны к ДКП, а их высокая доля в экономике способствует повышению эффективности ДКП.

Другие параметры гетерогенности домашних хозяйств в рамках HANK-моделей — роль на рынке заемного финансирования и наличие финансовых активов [17 ; 26 ; 27]. Предполагается, что бедные домашние хозяйства (pHtM) не имеют доступа к финансовым рынкам из-за ограничений по заимствованию, у них отсутствуют финансовые активы [4]. Это позволяет говорить о том, что доминирование такого типа экономических агентов будет негативно сказываться на эффективности ДКП, ставки по кредитам не будут существенно меняться из-за отсутствия спроса на них. В то же время богатые HtM-домохозяйства характеризуются более высокой закредитованностью относительно бедных pHtM и non-HtM, также они предьяв-

ляют спрос на ипотечные кредиты. Однако в исследованиях отмечается, что преобладание богатых wHtM-домохозяйств может способствовать увеличению кредитного риска и снижать скорость трансмиссии ДКП, особенно если реализуется много льготных ипотечных программ [17]. Так, в периоды смягчения ДКП спрос на кредиты со стороны богатых wHtM-домохозяйств может увеличиваться, а при изменении курса ДКП возникают риски макроэкономической нестабильности, что негативно скажется на работе трансмиссионного механизма. Соответственно, не всегда доминирование группы wHtM сопряжено с высокой эффективностью ДКП.

Канал стоимости активов в отличие от каналов склонности к потреблению и изменению структуры доходов предполагает наиболее высокую чувствительность к ДКП для non-HtM-домохозяйств. Прямым эффектам ДКП подвержены домохозяйства с высоким доходом, их процентные доходы наиболее чувствительны к изменению ставки [17 ; 20]. Смягчение ДКП может приводить к увеличению стоимости ликвидных активов (например, акций, недвижимости), находящихся в распоряжении наиболее обеспеченных экономических агентов [17]. Если в распределении доходов преобладают домохозяйства типа non-HtM, то из-за их высокой чувствительности к изменению процентной ставки трансмиссионный механизм в такой экономике может лучше работать по сравнению с той, где высока доля домохозяйств с низкими доходами. Богатые wHtM-домохозяйства достаточно чувствительны к изменению ставки процента, но они обладают низкодходными и менее ликвидными активами [17].

Описанные каналы взаимосвязи гетерогенности финансового положения домохозяйств и денежно-кредитной политики играют существенную роль при анализе монетарной политики Банка России.

Далее перейдем к рассмотрению основных тенденций в области дифференциации уровня доходов, богатства и потребления в России в контексте их взаимосвязи с возможностями реализации эффективной монетарной политики.

Анализ гетерогенности финансового положения домашних хозяйств в России

При проведении межстрановых сопоставлений Россия занимает срединное положение относительно показателя неравенства по уровню доходов. Так, по состоянию на

2021 г.¹ может быть проведено межстрановое сравнение уровня неравенства доходов на основе коэффициента Джини, публикуемого Всемирным банком. Значение коэффициента Джини составило 35,1 для российской экономики, что ниже относительно таких стран БРИКС, как ЮАР (63,0), Бразилия (52,9), Китай (35,7), и несколько выше, чем в Индии (32,8). Неравенство в России выражено более сильно, чем в некоторых странах G7 (например, во Франции (31,5), Великобритании (32,4), Италии (34,8)) и ряде европейских стран, в частности скандинавских (например, в Швеции (29,8)). Одновременно с этим дифференциация по уровню доходов в России ниже, чем в США (39,7). Отметим, что аналогичные результаты о серединном положении России в мире по показателям неравенства дают и другие показатели неравенства: в частности, показатели концентрации доходов в верхнем и нижнем децилях.

Данные Global Wealth Report (2024) позволяют отметить лидирующее положение России по показателю неравенства по богатству. Так, коэффициент Джини по богатству, рассчитанный на основе данных по активам и обязательствам домашних хозяйств, в 2024 г.

составил 82 %, что сопоставимо с аналогичным показателем для Бразилии (82 %), ОАЭ (81 %), Саудовской Аравии (78 %) и значительно ниже, чем во Франции (59 %), Германии (68 %), Южной Корее (57 %), Италии (57 %), Польше (57 %).

При рассмотрении тенденций в области показателей неравенства России в последние десятилетия можно отметить рост неравенства доходов до мирового финансового кризиса (коэффициент Джини в 2007 г. составил 42,2) и его снижение в посткризисный период. В 2022 г. уровень неравенства в российской экономике достиг минимальных значений (коэффициент Джини — 39,8; коэффициент фондов — 14). Однако с 2023 г. происходит его рост, коэффициент Джини и коэффициент фондов достигли в 2024 г. значений, сопоставимых с 2020—2021 гг. По всей видимости это обусловлено неравномерным ростом заработных плат в различных секторах в условиях структурной трансформации российской экономики, а также отчасти является следствием перераспределительных эффектов жесткой монетарной политики (рис. 1).

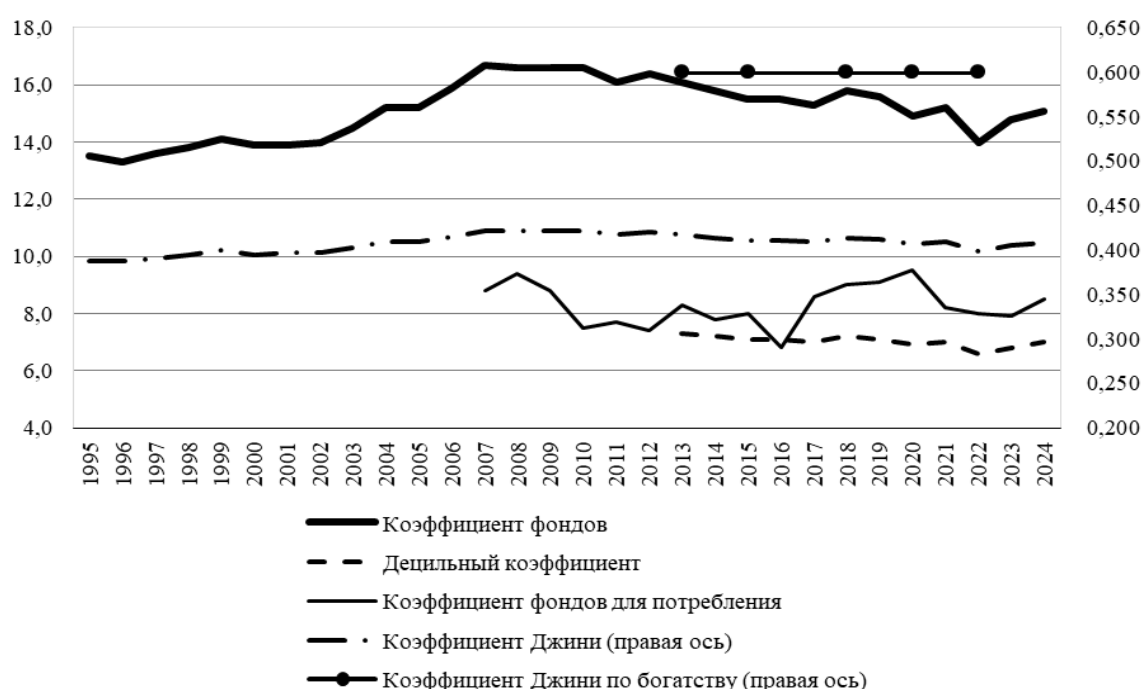


Рис. 1. Динамика показателей, характеризующих уровень неравенства в России (составлено авторами по данным Росстата (URL: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.06.2025))). Коэффициент Джини по богатству взят из аналитической записки Банка России (Неоднородность домохозяйств в России по структуре активов, 2024))
Dynamics of indicators characterizing the level of inequality in Russia (compiled by the authors according to Rosstat (URL: <https://rosstat.gov.ru/> (date of access: 06/20/2025))). The Gini coefficient of wealth is taken from the analytical note of the Bank of Russia (Heterogeneity of households in Russia by asset structure, 2024))

¹ В базе данных Всемирного банка за 2021 г. представлен наиболее широкий перечень межстрановой статистики по неравенству доходов.

Значения коэффициента Джини по богатству в России имеют стабильную тенденцию к плавному росту. При этом динамика коэффициента дифференциации по потреблению также характеризуется положительным трендом. Рост неравенства в потреблении свидетельствует о разных возможностях сглаживания потребления у бедных и богатых слоев населения в условиях реализации негативных шоков. К тому же следует учитывать ограниченный доступ бедных домашних хозяйств к финансовым рынкам.

В целом высокие значения и повышательная динамика неравенства богатства и потребления в российской экономике указывают на необходимость уделения пристального внимания последствиям монетарной политики в терминах дифференциации финансового положения домашних хозяйств. Как уже отмечалось, воздействие ДКП на финансовое положение домашних хозяйств неоднозначно в зависимости от структуры портфеля активов и обязательств.

Более детальный взгляд на гетерогенность финансового положения домашних хозяйств позволяет реализовать данные выборочного обследования бюджетов домашних хозяйств Росстата (URL: <https://rosstat.gov.ru/compendium/document/13271>). Основываясь на результатах опроса «Оценка финансового положения домашних хозяйств», проведенного по методике, предложенной в исследовании [17], домашние хозяйства могут быть поделены на четыре группы в зависимости от их собственного восприятия своего финансового положения. В группу бедных домашних хозяйств pHtM (poor Hand-to-Mouth) вклю-

чены те, которые считают, что «денег хватает на еду, но покупать одежду и оплачивать жилищно-коммунальные услуги затруднительно». Категория домашних хозяйств со средним уровнем доходов wHtM (wealthy Hand-to-Mouth) делится на две: wHtM1 и wHtM2. В wHtM1 сконцентрированы те домохозяйства, которые считают, что «им хватает денег на еду и одежду, но они не могут позволить себе покупку товаров длительного пользования». К wHtM2 относятся те домашние хозяйства, которые считают, что «им хватает денег на еду, одежду и товары длительного пользования, но не могут позволить себе покупку автомобиля, квартиры, дачи». Наконец, в группе богатых домохозяйств nHtM (non Hand-to-Mouth) сосредоточены те, которые считают, что «средств достаточно, чтобы купить все, что им нужно».

Можно отметить, что со временем средняя доля бедных домохозяйств в регионах России снизилась с 25,4 % в 2009 г. до 9,7 % в 2024 г., а средняя доля богатых домохозяйств увеличилась с 2,1 % в 2009 г. до 4,3 % в 2024 г. Подавляющее количество домашних хозяйств относится к средней категории. Доля для группы wHtM1 увеличилась с 2009 по 2024 г. с 44,3 % до 50,1 %, для группы wHtM2 — с 25,5 % до 35,8 %. При этом большая доля в средней группе домашних хозяйств приходится на подгруппу, не имеющую возможности осуществлять покупки товаров длительного пользования (50,1 % в 2024 г.), тогда как на группу домашних хозяйств, не имеющих возможности купить автомобиль и недвижимость, в 2024 г. приходилось 35,8 % (рис. 2).

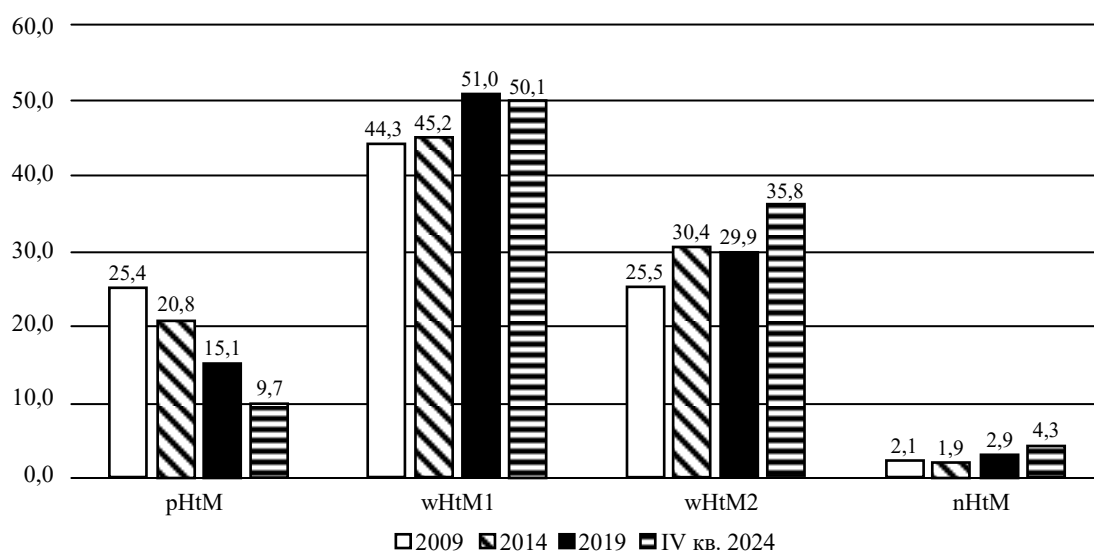


Рис. 2. Средняя по регионам Российской Федерации доля домашних хозяйств каждого типа (ко всем домашним хозяйствам), % (составлено авторами по данным Росстата)
The average share of households of each type in the regions of the Russian Federation (for all households), % (compiled by the authors according to Rosstat data)

Если говорить об опыте российской экономики и выделенных авторами каналах влияния неравенства на ДКП, то наиболее перспективными для изучения являются эффекты, реализующиеся преимущественно через среднюю группу домашних хозяйств. Данная группа домашних хозяйств (wHtM1, wHtM2) представляет собой потенциальных заемщиков по потребительским кредитам, автокредитам и ипотеке, а также включает нетто-кредиторов. Каналы склонности к потреблению и структуры доходов предполагают высокую чувствительность к шокам ДКП упомянутой доходной группы. Учитывая, что данная группа домохозяйств составляет 86 % (2024 г.) от общего количества домохозяйств, то можно сделать вывод о достаточно высокой эффективности работы трансмиссионного механизма. Однако для получения комплексной оценки эффектов денежно-кредитной политики следует учитывать и эффекты, транслируемые через каналы стоимости активов и заемного финансирования.

Заключение

Исследование взаимного влияния денежно-кредитной политики и финансового положения домохозяйств получило активное развитие в экономической литературе на протяжении последних лет. В современных исследованиях подчеркивается необходимость учета неоднородности финансового положения домохозяйств, включая различные характеристики их доходов и расходов, финансовых активов и обязательств, описывающие при анализе последствий реализации монетарной политики его потребительское, сберегательное поведение, долговую нагрузку. Ключевым классом теоретических моделей, позволяющих изучать вопросы, касающиеся трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики с учетом дифференциации финансового положения домашних хозяйств, являются HANK-модели (модели с гетерогенными экономическими агентами).

Шоки монетарной политики влияют на финансовое положение домашних хозяйств через изменение процентных платежей, доходность вкладов, стоимость активов и оказывают косвенное влияние через различие в заработных платах и квалификацию домохозяйств. Итоговый совокупный эффект от шока денежно-кредитной политики зависит от того, какая группа домохозяйств преобладает в обществе и какой канал трансмиссии работает сильнее. Проведенный анализ

HANK-моделей, дополненный обобщением данных, изложенных в эмпирических работах в области влияния финансового положения домохозяйств на денежно-кредитную политику, позволяет выделить каналы, через которые финансовое положение домохозяйств может оказывать влияние на трансмиссию монетарной политики: канал склонности к потреблению, канал структуры доходов, канал избыточных сбережений, канал заемного финансирования и стоимости активов. Эти каналы допускают некую вариативность, зависящую от того, при преобладании какой группы домохозяйств в распределении доходов эффективность ДКП будет максимальной. Изложенные каналы объединяет представление о том, что хуже всего трансмиссионный механизм работает при высокой доле бедных домохозяйств. Наибольшая эффективность ДКП достигается, если в экономике представлено много домашних хозяйств со средним уровнем доходов, хотя отдельные каналы допускают (канал стоимости активов) высокую чувствительность к изменению ставок богатых домохозяйств. В целом трансмиссионный механизм будет лучше работать в экономике с относительно низким уровнем неравенства.

Анализ тенденций в области дифференциации финансового положения домашних хозяйств в России свидетельствует о существенном уровне неравенства, учет которого является важным при анализе последствий денежно-кредитной политики и определении условий эффективной работы трансмиссионного механизма монетарной политики. Всплеск неравенства доходов, богатства и потребления, наблюдаемый в 2023—2024 гг., отчасти обусловлен жесткими денежно-кредитными условиями, оказывающими разнонаправленное влияние на финансовое положение домашних хозяйств нетто-кредиторов и нетто-заемщиков. По результатам статистического анализа, проведенного на основе данных выборочного обследования бюджетов домашних хозяйств в Российской Федерации, выявлено, что доминирующим типом домохозяйств является средняя группа, имеющая возможность обеспечивать текущее потребление, но испытывающая трудности с покупкой товаров длительного пользования и недвижимости. Учитывая, что описанные каналы предполагают высокую чувствительность в финансовом поведении данной группы домашних хозяйств к шокам денежно-кредитной политики, можно сделать вывод о достаточно высокой эффективности

работы трансмиссионного механизма. Тем не менее снижение неравенства среди домохозяйств в российской экономике будет спо-

собствовать дальнейшему улучшению работы трансмиссионного механизма монетарной политики.

Список источников

1. *Orazov M.* The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies in the Presence of Financial Frictions // *Russian Journal of Money and Finance*. 2023. Vol. 82, no. 4. P. 3—43.
2. *Ríos-Rull J. V.* Life-Cycle Economies and Aggregate Fluctuations // *Review of Economic Studies*. 1996. Vol. 63, no. 3. P. 465—489.
3. *Krusell P., Smith A. A. J.* Income and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy // *Journal of Political Economy*. 1998. Vol. 106, no. 5. P. 867—896.
4. *Canzoneri M. B., Cumby R. E., Diba B. T.* Euler Equations and Money Market Interest Rates: a Challenge for Monetary Policy Models // *Journal of Monetary Economics*. 2007. No. 54. P. 1863—1881.
5. *Krueger D., Mitman K., Perri F.* Macroeconomics and Household Heterogeneity // *Handbook of Macroeconomics*. Amsterdam : Elsevier, 2016. P. 843—921.
6. *Bewley T.* The Permanent Income Hypothesis: a Theoretical Formulation // *Journal of Economic Theory*. 1977. Vol. 16, no. 2. P. 252—292.
7. *Imrohoroglu A.* Cost of Business Cycles with Indivisibilities and Liquidity Constraints // *Journal of Political Economy*. 1989. No. 97. P. 1364—1383.
8. *Huggett M.* The Risk-free Rate in Heterogeneous-agent Incomplete-insurance Economies // *Journal of Economic Dynamics and Control*. 1993. No. 17. P. 953—969.
9. *Aiyagari S. R.* Uninsured Idiosyncratic Risk and Aggregate Saving // *Quarterly Journal of Economics*. 1994. No. 109. P. 659—684.
10. *Colciago A., Samarina A., de Haan J.* Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey // *Journal of Economic Surveys*. 2019. Vol. 33, no. 4. P. 1199—1231.
11. *Kaplan G., Moll B., Violante G. L.* Monetary Policy According to HANK // *American Economic Review*. 2018. Vol. 108, no. 3. P. 697—743.
12. *Kaplan G., Violante G. L., Weidner J.* The Wealthy Hand-to-Mouth // *Brookings Papers on Economic Activity*. 2014. Vol. 45, no. 1. P. 77—153.
13. *Нелюбина А.* Влияние денежно-кредитной политики на неравенство доходов в регионах России // *Деньги и кредит*. 2022. Т. 81, № 2. С. 3—19.
14. *Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality / O. Coibion, Yu. Gorodnichenko, L. Kueng, J. Silvia* // *Journal of Monetary Economics*. 2017. Vol. 88. P. 70—89.
15. *Davtyan K.* The Distributive Effect of Monetary Policy: The Top one Percent Makes the Difference // *Economic Modeling*. 2017. Vol. 65. P. 106—118.
16. *Voinea L., Lovin H., Cojocaru A.* The Impact of Inequality on the Transmission of Monetary Policy // *Journal of International Money and Finance*. 2017. No. 85. P. 236—250.
17. *Скуратова А., Зверева В. А.* Реакция банковских ставок на изменение ключевой ставки Банка России в условиях региональной неоднородности (оценки на панельных данных) // *Серия докладов об экономических исследованиях*. 2024. № 129. С. 1—125.
18. *Vikharev P., Novak A., Shulgin A.* Inequality and Monetary Policy: THRANK model, Bank of Russia // *Working Papers Series*. 2023. July.
19. *Auclert A.* Monetary Policy and the Redistribution Channel // *American Economic Review*. 2019. Vol. 109, no. 6. P. 2333—2367.
20. *Kaplan N., Moll B., Violante G.* Monetary Policy According to HANK // *American Economic Review*. 2018. Vol. 108, no. 3. P. 697—743.
21. *Влияние внутрирегионального неравенства по доходам на работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России / В. Зверева, О. Демидова, Д. Коршунов, А. Мясников* // *Деньги и кредит*. 2024. № 1.
22. *Картаев Ф. С., Самсонова М. А.* Влияет ли неравенство на инфляцию? // *Вопросы экономики*. 2022. № 10. С. 5—19.
23. *Inequality Hysteresis and the Effectiveness of Macroeconomic Stabilisation Policies / L. A. Pereira da Silva, E. Kharroubi, E. Kohlscheen, M. Lombardi, B. Mojon* // *Bank for International Settlements*. 2022.
24. *Hansen N. J. H., Lin A., Mano R.* Should Inequality Factor into Central Banks' Decisions? // *IMF Working Paper*. 2020.
25. *O'Farrell R., Rawdanowicz L., Inaba K. I.* Monetary policy and inequality, OECD Economics Department // *Working Papers*. 2016. No. 1281.
26. *Зверева В. А.* Региональная неоднородность экономики России и работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики : аналитическая записка // *Банк России*. 2024. Декабрь.
27. *Смирнова Ж. И.* Новые вызовы для денежно-кредитной политики : аналитическая записка // *Банк России*. 2023. Май.

References

1. Orazov M. The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies in the Presence of Financial Frictions, *Russian Journal of Money and Finance*, 2023, vol. 82, no. 4, pp. 3–43.
2. Ríos-Rull J.V. Life-Cycle Economies and Aggregate Fluctuations, *Review of Economic Studies*, 1996, vol. 63, no. 3, pp. 465–489.
3. Krusell P., Smith A.A.J. Income and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy, *Journal of Political Economy*, 1998, vol. 106, no. 5, pp. 867–896.
4. Canzoneri M.B., Cumby R.E., Diba B.T. Euler Equations and Money Market Interest Rates: a Challenge for Monetary Policy Models, *Journal of Monetary Economics*, 2007, no. 54, pp. 1863–1881.
5. Krueger D., Mitman K., Perri F. Macroeconomics and Household Heterogeneity, *Handbook of Macroeconomics. Amsterdam : Elsevier*, 2016, pp. 843–921.
6. Bewley T. The Permanent Income Hypothesis: a Theoretical Formulation, *Journal of Economic Theory*, 1977, vol. 16, no. 2, pp. 252–292.
7. Imrohoroglu A. Cost of Business Cycles with Indivisibilities and Liquidity Constraints, *Journal of Political Economy*, 1989, no. 97, pp. 1364–1383.
8. Huggett M. The Risk-free Rate in Heterogeneous-Agent Incomplete-Insurance Economies, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1993, no. 17, pp. 953–969.
9. Aiyagari S.R. Uninsured Idiosyncratic Risk and Aggregate Saving, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, no. 109, pp. 659–684.
10. Colciago A., Samarina A., de Haan J. Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey, *Journal of Economic Surveys*, 2019, vol. 33, no. 4, pp. 1199–1231.
11. Kaplan G., Moll B., Violante G.L. Monetary Policy According to HANK, *American Economic Review*, 2018, vol. 108, no. 3, pp. 697–743.
12. Kaplan G., Violante G.L., Weidner J. The Wealthy Hand-to-Mouth, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2014, vol. 45, no. 1, pp. 77–153.
13. Nelyubina A. Vliyanie denezhno-kreditnoy politiki na neravenstvo dokhodov v regionakh Rossii [Impact of Monetary Policy on Income Inequality in Regions of Russia], *Den'gi i kredit [Money and Credit]*, 2022, vol. 81, no. 2, pp. 3–19.
14. Coibion O., Gorodnichenko Yu., Kueng L., Silvia J. Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality, *Journal of Monetary Economics*, 2017, vol. 88, pp. 70–89.
15. Davtyan K. The Distributive Effect of Monetary Policy: The Top one Percent Makes the Difference, *Economic Modeling*, 2017, vol. 65, pp. 106–118.
16. Voinea L., Lovin H., Cojocaru A. The Impact of Inequality on the Transmission of Monetary Policy, *Journal of International Money and Finance*, 2017, no. 85, pp. 236–250.
17. Skuratova A., Zvereva V.A. Reaktsiya bankovskikh stavok na izmenenie klyuchevoy stavki Banka Rossii v usloviyakh regional'noy neodnorodnosti (otsenki na panel'nykh dannyykh) [Response of Bank Rates on Changes of Key Rate of the Bank of Russia in Conditions of Regional Inequality], *Seriya dokladov ob ekonomicheskikh issledovaniyakh [Series of Reports on Economic Research]*, 2024, no. 129, pp. 1–125.
18. Vikharev P., Novak A., Shulgin A. Inequality and Monetary Policy: THRANK model, Bank of Russia, *Working Papers Series*, 2023. July.
19. Auclert A. Monetary Policy and the Redistribution Channel, *American Economic Review*, 2019, vol. 109, no. 6, pp. 2333–2367.
20. Kaplan N., Moll B., Violante G. Monetary Policy According to HANK, *American Economic Review*, 2018, vol. 108, no. 3, pp. 697–743.
21. Zvereva V., Demidova O., Korshunov D., Myasnikov A. Vliyanie vnutrireional'nogo neravenstva po dokhodam na rabotu transmissionnogo mekhanizma denezhno-kreditnoy politiki Banka Rossii [The Influence of Intraregional Income Inequality on the Work of Transmission Mechanism of Monetary Policy of the Bank of Russia], *Den'gi i kredit [Money and Credit]*, 2024, no. 1.
22. Kartaev F.S., Samsonova M.A. Vliyaet li neravenstvo na inflyatsiyu? [Does Inequality Influence Inflation?], *Voprosy ekonomiki [Economics Issues]*, 2022, no. 10, pp. 5–19.
23. Pereira da Silva L.A., Kharroubi E., Kohlscheen E., Lombardi M., Mojon B. Inequality Hysteresis and the Effectiveness of Macroeconomic Stabilisation Policies, *Bank for International Settlements*, 2022.
24. Hansen N.J.H., Lin A., Mano R. Should Inequality Factor into Central Banks' Decisions? *IMF Working Paper*, 2020.
25. O'Farrell R., Rawdanowicz L., Inaba K.I. Monetary policy and inequality, OECD Economics Department, *Working Papers*, 2016, no. 1281.
26. Zvereva V.A. Regional'naya neodnorodnost' ekonomiki Rossii i rabota transmissionnogo mekhanizma denezhno-kreditnoy politiki : analiticheskaya zapiska [Regional Heterogeneity of Russian Economy and the Work of Transmission Mechanism of Monetary Policy: Analytical Notes], *Bank Rossii [Bank of Russia]*, 2024, December.
27. Smirnova Zh.I. Novye vyzovy dlya denezhno-kreditnoy politiki : analiticheskaya zapiska [New Challenges for Monetary Policy: Analytical Note], *Bank Rossii [Bank of Russia]*, 2023, May.

Информация об авторах

Божечкова Александра Викторовна — кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник, Центр изучения проблем центральных банков, Институт прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Российская Федерация. E-mail: bojchekova@ranepa.ru

Гайдышева Екатерина Евгеньевна — стажер-исследователь, Центр изучения проблем центральных банков, Институт прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Российская Федерация. E-mail: gaydysheva-ee@ranepa.ru

Яковлева Ирина Игоревна — младший научный сотрудник, Центр изучения проблем центральных банков, Институт прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Российская Федерация. E-mail: yakovleva-ii@ranepa.ru

Information about the authors

Alexandra V. Bozhechkova — Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher, Center for the Study of Central Banking Problems, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russian Federation. E-mail: bojchekova@ranepa.ru

Ekaterina E. Gaidysheva — Intern Researcher, Center for the Study of Central Banking Problems, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russian Federation. E-mail: gaydysheva-ee@ranepa.ru

Irina I. Yakovleva — Junior Research Assistant, Center for the Study of Central Banking Problems, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russian Federation. E-mail: yakovleva-ii@ranepa.ru

Статья поступила в редакцию 19.06.2025; одобрена после рецензирования 30.06.2025; принята к публикации 03.07.2025.
The article was submitted 19.06.2025; approved after reviewing 30.06.2025; accepted for publication 03.07.2025.