

УДК 336.1,336.7; DOI 10.26794/1999-849X-2018-11-1-6-19

## ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2018 Г. И ПЕРИОД 2019 И 2020 ГГ.: МНЕНИЕ ЭКСПЕРТОВ ФИНАНСОВОГО УНИВЕРСИТЕТА \*

*Абрамова Марина Александровна, д-р экон. наук, профессор, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия  
eknalogpravo@mail.ru*

*Дубова Светлана Евгеньевна, д-р экон. наук, профессор, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия  
eknalogpravo@mail.ru*

*Звонова Елена Анатольевна, д-р экон. наук, профессор, руководитель Департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия  
eknalogpravo@mail.ru*

*Ларионова Ирина Владимировна, д-р экон. наук, профессор, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия  
eknalogpravo@mail.ru*

*Масленников Владимир Владимирович, д-р экон. наук, профессор, проректор по научной работе, Финансовый университет, Москва, Россия  
eknalogpravo@mail.ru*

*Предметом рассмотрения статьи является анализ основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики Российской Федерации на период 2018–2020 гг. Цель статьи – анализ и оценка результатов наиболее важных направлений современной денежно-кредитной политики России на предстоящий трехлетний период. Вносятся предложения по повышению эффектов современной денежно-кредитной политики в целях обеспечения экономического роста. Сделан вывод о необходимости поиска баланса между финансовой стабильностью и стимулированием деловой активности банков во взаимоотношениях Банка России с субъектами экономики.*

*Область применения результатов проведенной оценки – Комитет по финансовым рынкам Государственной Думы Российской Федерации, Комитет по экономической политике, промышленности, инновационному развитию и предпринимательству Государственной Думы Российской Федерации, Банк России, Правительство РФ.*

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика; таргетирование инфляции; трансмиссионный механизм современной денежно-кредитной политики; ликвидность банковского сектора; валютная политика; финансовая грамотность.

\* Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета 2017 г.

## Guidelines for the Single State Monetary Policy in 2018 and for 2019–2020: Expert Opinion of Financial University

**Abramova Marina A.**, ScD (Economics), full professor of the Financial Markets and Banks Department, Financial University, Moscow, Russia  
eknalogpravo@mail.ru

**Dubova Svetlana E.**, ScD (Economics), full professor of the Financial Markets and Banks Department, Financial University, Moscow, Russia  
eknalogpravo@mail.ru

**Zvonova Elena A.**, ScD (Economics), full professor, Head of the World Economy and International Finance Department, Financial University, Moscow, Russia  
eknalogpravo@mail.ru

**Larionova Irina V.**, ScD (Economics), full professor of the Financial Markets and Banks Department, Financial University, Moscow, Russia  
eknalogpravo@mail.ru

**Maslennikov Vladimir V.**, ScD (Economics), full professor, Vice-Rector for Research, Financial University, Moscow, Russia  
eknalogpravo@mail.ru

The *subject of the research* is the analysis of the key Russian government monetary policy guidelines for the period of 2018–2020. The *purpose of the research* is to analyze and assess the outcomes of the most important Russia's monetary policies for the coming three-year period. Proposals are made aiming to enhance the effects of the modern monetary policy to ensure economic growth. *It is concluded* that a balance is needed between the financial stability and enhancement of banking activities in matters concerning the relations of the Bank of Russia with economic entities.

*The research findings applicability:* the Committee for Financial Markets of the Russian Federation State Duma; the Committee for the Economic Policy, Industry, Innovative Development and Entrepreneurship of the State Duma; the Bank of Russia; the Government of the Russian Federation.

**Keywords:** monetary policy; inflation targeting; transmission mechanism of the modern monetary policy; banking sector liquidity; foreign exchange policy; financial literacy.

### Общая характеристика денежно-кредитной политики Банка России на 2018–2020 гг.

Установленные Банком России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 г. и период 2019 и 2020 годов»<sup>1</sup> (далее — Основные направления ДКП) вызывают неподдельный интерес со стороны научного сообщества, что обуслов-

лено не только несколько измененной структурой этого документа, введением новых для его традиционной конструкции понятий (например, «сценарные развилки среднесрочного прогноза», «макроэкономический прогноз как основа для решений по ключевой ставке», «работа первого звена трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики» и т.д.), но и наличием значительного количества приложений, содержащих не только информацию, но и результаты научных исследований регулирования монетарной сферы, проведенных работниками Банка России (например, приложения 5–11).

<sup>1</sup> По материалам «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 г. и период 2019 и 2020 годов». URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2018\(2019–2020\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018(2019–2020).pdf).

Положительной оценки в Основных направлениях ДКП заслуживают более четко прописанная нацеленность деятельности Банка России в сфере реализации денежно-кредитной политики на обеспечение устойчивого экономического роста России [1, с. 3], наличие фундаментально (по сравнению с предыдущими годами) прописанных положений о мерах по координации денежно-кредитной политики с иными направлениями экономической политики, в частности бюджетно-налоговой и структурной [1, с. 11], с целью решения структурных проблем в рамках согласованной системы государственного стратегического и оперативного планирования [1, с. 14]. О важном значении такой координации для достижения стабильности финансовой системы и обеспечения устойчивого экономического роста писали на протяжении нескольких лет ученые Финансового университета при подготовке экспертных заключений на проекты Основных направлений ДКП, а также обосновывали данное положение в монографиях и статьях [2–4], выступлениях на научных конференциях, в рамках участия в работе Столыпинского клуба. В рассматриваемом документе вопросы координации денежно-кредитной политики с иными направлениями экономической политики отличаются хорошей проработкой как в научном, так и практическом плане и заслуживают только одобрения. В качестве примера можно привести отмеченную в Основных направлениях ДКП логическую связь между снижением уровня монополизации в ряде отраслей экономики и гибкостью товарного предложения и цен под воздействием потребительской активности, в том числе под влиянием ключевой ставки [1, с. 13]. В Основных направлениях ДКП также подчеркнута актуальность координации усилий частных и государственных институтов в формировании модели экономического развития, основанной на внутренних источниках развития, которая станет преобладающей в прогнозном периоде.

Как положительный фактор информационной открытости деятельности Банка России в области формирования и реализации денежно-кредитной политики можно также отметить представленное в Основных направлениях ДКП в более развернутом виде (по сравнению с предыдущими периодами) описание характера трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

и его особенностей в России на современном этапе [1, с. 16–29]. Особое внимание и в 2017 г., и в прогнозе на 2018–2020 гг. уделяется процентному каналу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, что в целом согласуется с задачей снижения инфляционных ожиданий, которые в России сохраняются на повышенном уровне и реагируют даже на временные колебания цен [1, с. 4]. Формирование предсказуемой динамики процентных ставок как результат действий Центрального банка обеспечивает внутреннюю макроэкономическую стабильность, прежде всего сохранение стабильно низкой инфляции.

Можно согласиться с приведенным в Основных направлениях ДКП утверждением о преемственности подходов к формированию и реализации денежно-кредитной политики в 2017 г., имея в виду тот факт, что достижение устойчивой тенденции к снижению темпов роста потребительских цен было результатом денежно-кредитной политики, проводившейся и в 2016 г. [1, с. 30]. Банку России удастся учитывать складывающиеся экономические тенденции, значимые внешние факторы, действие временных факторов, и мы считаем обоснованным применение взвешенного подхода к разработке мер денежно-кредитной политики, поэтому при принятии решений считаем целесообразным ориентироваться на долгосрочные тенденции и факторы длительного действия, а не на краткосрочные события.

Заслуживает одобрения и тот факт, что Банк России в процессе реализации политики таргетирования инфляции особое внимание уделяет вопросам инфляционных ожиданий как со стороны населения, предприятий, профессиональных участников рынка, так и государственных органов, что, *во-первых*, согласуется с отмеченным выше подходом к разработке мер денежно-кредитной политики, *во-вторых*, способствует формированию так необходимого сегодня доверия к деятельности Банка России, *в-третьих*, соответствует выбранной методике определения цели по инфляции, а именно по индексу потребительских цен (далее — ИПЦ) Росстата, рассчитанного по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года [1,

с. 7, приложение 5], *в-четвертых*, позволяет на основе проводимого Банком России анализа инфляционных ожиданий [1, приложение 6] решать поставленную задачу — добиваться того, чтобы годовая инфляция находилась вблизи 4%. В тексте Основных направлений ДКП [1, с. 7] отмечается, что после 2017 г. Банк России не будет устанавливать конкретных дат или временных периодов достижения цели по инфляции.

Вместе с тем по тексту данного документа есть ряд замечаний по ключевым проблемам.

### **Денежно-кредитная политика, инфляция и экономический рост**

В Основных направлениях ДКП отмечается, что на этапе перехода экономики к росту на первый план выходит задача создания условий и стимулов для дальнейшего устойчивого развития [1, с. 5]. Однако, как и прежде, Банк России делает парадоксальный вывод о своей роли в обеспечении экономического роста — сохранении «умеренно жесткой денежно-кредитной политики» [1, с. 3, 27, 31, 36, 39], полагая, что в силу специфики решаемых Центральным банком задач и применяемых инструментов его политика по всем направлениям деятельности объективно не может снять основные структурные ограничения или стать драйвером экономического роста, но при этом создает для него необходимые условия [1, с. 6, 15]. Такой вывод основан на подходе, согласно которому компетенция Банка России ограничена функцией обеспечения ценовой и финансовой стабильности. Более того, весьма противоречивым является положение о том, что денежно-кредитная политика не служит ключевым инструментом развития экономики. Роль денежно-кредитной политики Банка России в Основных направлениях ДКП (как, впрочем, и в документах прошлых лет) сводится исключительно к формированию таких важных, но недостаточных для устойчивого экономического роста условий, как низкие темпы инфляции, предсказуемый уровень процентных ставок, защищающий сбережения от инфляционного обесценения необходимых для планирования инвестиций. Банк России, казалось бы, дистанцируется от решения проблемы перераспределения материальных пото-

ков между отдельными отраслями, секторами и сегментами экономики в рамках формирования согласованной системы государственного стратегического управления экономикой, считая указанную проблему не входящей в его компетенцию. Отсюда следует вывод Банка России относительно невысокого значения кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В Основных направлениях ДКП отмечается, что «в ближайшие годы можно ожидать сохранения тенденции к замещению кредитов облигациями» [1, с. 15]. При этом отмечается, что в усилении данной тенденции важную роль будут играть действия Банка России, направленные на развитие рынка облигаций, повышение его прозрачности и эффективности, расширение возможностей по выпуску ценных бумаг, обеспеченных портфелями активов. На наш взгляд, здесь явно прослеживается недооценка Банком России роли кредита в современной экономике, его возможности по стимулированию реального экономического роста<sup>2</sup>.

Кроме того, по оценкам Банка России, на прогнозном горизонте до 2020 г. «рост инвестиций останется умеренным как из-за дефицита новых конкурентоспособных инвестиционных проектов, так и в условиях сохраняющихся институциональных проблем, увеличивающих стоимость инвестиционных проектов и ограничивающих горизонт планирования» [1, с. 46–47]. С этим, как представляется, во многом связан весьма скромный прогноз Банка России по темпу экономического роста в 2018–2020 гг. на уровне 1,5–2,0%.

Хотя Банк России из года в год последовательно декларирует в своих документах проведение *умеренно-жесткой* денежно-кредитной политики, остаются нераскрытыми критерии классификации такой политики, оказывающей жесткое негативное влияние на развитие экономики. Отнесение реализуемой денежно-кредитной политики к умеренно-жесткой политике вызывает сомнение, поскольку объем операций банка России по абсорбированию избыточной ликвидности (аукционы депозитные, купонные облигации Банка России, депозиты постоянно-

<sup>2</sup> Более подробно об этом см. ниже.

го действия) в 2017 г. существенно превысил объем операций по рефинансированию кредитных организаций [1, с. 21]. В январе — августе 2017 г. посредством этих операций Банк России в среднем еженедельно абсорбировал около 640 млрд руб. избыточных средств [1, с. 20]. Банк России, располагая сугубо монетарными методами и инструментами денежно-кредитной политики, был вынужден компенсировать недостаточные результаты других министерств и ведомств в борьбе с влиянием немонетарных факторов инфляции. В результате вынужденно жесткая денежно-кредитная политика еще более усилила структурные деформации в российской экономике.

---

***При прогнозировании деятельности Банка России целесообразным представляется ограничение его полномочий и ответственности только за монетарную составляющую инфляции и закрепление ответственности за немонетарную составляющую за Правительством РФ***

---

Так, по данным Столыпинского клуба, за 2007–2015 гг. прирост цен в обрабатывающих производствах составил 73%, а в производстве электроэнергии — 114%, тепловой энергии — 121%, газа — 177%. В итоге прирост по ИПЦ, берущийся за основу таргета по инфляции, составил 121% [5]. Тем самым происходит систематическое перераспределение средств в пользу естественных монополий в ущерб функционированию и развитию остальных отраслей промышленности.

Данные Росстата свидетельствуют о том, что наблюдавшийся в I–II кварталах 2017 г. рост ВВП был достигнут в первую очередь за счет добычи полезных ископаемых (104,1% к соответствующему периоду предыдущего года), оптовой и розничной торговли (102,4%), транспортировки и хранения (103,5%). При этом происходило

падение производства по строительству (99,7%), научно-технической и профессиональной деятельности (97,9%), здравоохранению и социальным услугам (98,6%), деятельности домашних хозяйств как работодателей (97,8%) [6].

Сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций в январе — июле 2017 г. также свидетельствует об усиливающемся структурном кризисе российской экономики. Так, сальдо прибылей и убытков в процентах к аналогичному периоду 2016 г. составляет по добыче полезных ископаемых 117,1%, в том числе по добыче сырой нефти и природного газа — 126,9%, производству и распределению газообразного топлива — 370%, производству, передаче и распределению пара и горячей воды — 220%, водоснабжению, водоотведению, организации сбора и утилизации отходов — 152,1%, деятельности железнодорожного транспорта: междугородным и международным пассажирским перевозкам — 129%, грузовым перевозкам — 151,0%. Одновременно наблюдается отрицательный рост сальдо прибылей и убытков по организациям сельского, лесного хозяйства, охоты, рыболовства и рыбоводства — 91,3%, обрабатывающих производств — 93,6%, строительства — 70,1%, информации и связи — 92,5%, научно-технических производств — 32,1%. В январе — июле 2017 г. доля убыточных организаций по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года увеличилась на 0,5 процентного пункта и составила 30,9% [6].

В Основных направлениях ДКП отмечается [1, с. 8, 49], что реализуемый Банком России режим таргетирования инфляции основан на управлении внутренним спросом: изменяя ключевую ставку, Банк России воздействует на краткосрочные ставки денежного рынка, а через них — на весь спектр процентных ставок в финансовом секторе экономики. Таким образом, будут формироваться денежно-кредитные условия, при которых рост спроса на деньги будет соответствовать экономическим реалиям, а увеличение денежной массы не будет создавать рисков для динамики инфляции при росте уровня монетизации экономики. Между тем требуется регулирование инфляции издержек в условиях затратной модели российской экономики, а также немонетарных факторов инфляции, что

предполагает взаимодействие всех ответственных органов и направлений экономической политики. Отчасти это взаимодействие отражено в описательном плане в разделе «Внутренние экономические условия на прогнозном горизонте». Считаем необходимым, чтобы любое экономическое решение (не только в монетарной сфере), принимаемое государственными органами, оценивалось на предмет инфляционной составляющей.

В связи с этим представляется целесообразным, чтобы в процессе координации и усиления взаимосвязи денежно-кредитной и иных направлений государственной экономической политики единая государственная денежно-кредитная политика в России опиралась на понимание монетарных потоков в экономике, их монетарную оценку, монетарный план<sup>3</sup>, учитывающий перспективы развития различных секторов экономики. Для этого должно быть обеспечено тесное взаимодействие Банка России с Минфином России, Минэкономразвития России, другими министерствами и ведомствами, особенно на стадии прогнозирования их деятельности и деятельности Банка России.

При прогнозировании деятельности Банка России целесообразным представляется ограничение его полномочий и ответственности только за монетарную составляющую инфляции и закрепление ответственности за немонетарную составляющую за Правительством РФ. Это позволило бы более эффективно управлять инфляционными процессами без ущерба интересам развития отраслей, осуществляющих производство продукции для несырьевого экспорта и внутреннего потребления.

### **Особенности трансмиссионного механизма современной денежно-кредитной политики в России: процентный и кредитный каналы**

В научной литературе и материалах национальных центральных банков выделяются следующие *основные* каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики: канал инфляционных ожиданий; процентный

канал; кредитный канал; канал валютного курса; канал благосостояния (цен активов). Для достижения цели экономического роста в России первые три канала из названных выше являются приоритетными. Однако в Основных направлениях ДКП приоритет явно отдается процентному каналу. «Красной нитью» через весь вышеуказанный документ проходит идея о том, что четкость и увеличение широты передачи импульса от ключевой ставки к процентным ставкам в экономике, т.е. усиление роли информационных сигналов Банка России, будут способствовать развитию и укреплению устойчивости финансового рынка [1, с. 27], повышению доверия к нему и расширению практики использования финансовых услуг хозяйствующими субъектами в России, в том числе под воздействием мер, принимаемых Банком России. Вместе с тем, по мнению Банка России, благодаря осуществлению умеренно жесткой денежно-кредитной политики произойдет корректировка отдельными категориями заемщиков долговой нагрузки для ее приведения в соответствие с объективно изменившимися условиями формирования их доходов. Более того, в Основных направлениях ДКП констатируется как положительный фактор развития тенденция к повышению роли облигаций и снижению роли кредитов как в формировании портфелей банков, так и в осуществлении заимствований предприятиями реального сектора [1, с. 24].

Понимая и признавая важность повышения финансовой грамотности хозяйствующих субъектов в отношении различных финансовых инструментов и необходимость развития финансового рынка, считаем, что Банк России не должен стимулировать «замену» кредита облигациями, стимулируя тем самым искусственное сохранение «кредитного голода» у предприятий реального сектора экономики. Процессы развития инструментов финансового рынка и кредитования реального сектора экономики должны идти параллельно. Нельзя столь категорично ставить в приоритеты каналов денежно-кредитной политики ее импульсы, отмечая, что растущая роль облигаций в российском финансовом секторе способствует ускорению трансмиссии импульсов денежно-кредитной политики на ставки по заимствованиям конечных заемщиков [1, с. 24–26].

<sup>3</sup> О необходимости такого плана авторы писали годом раньше, прим. авторов.

Результативность денежно-кредитной политики во многом зависит сегодня от качества именно кредитных потоков, но, к сожалению, в настоящее время кредит остается вне поля регулирования с позиции границ его использования, эффективности кредитования. Полагаем, что Банку России необходимо больше внимания обращать на исследование ключевых проблем, связанных с пониманием значения и роли кредита в обеспечении экономического роста.

Эффективность кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики зависит от качества микропруденциальной политики Банка России, которая позволяет либо сдерживать деловую активность банковского сектора, его взаимодействие с хозяйствующими субъектами и домашними хозяйствами, либо ее ограничивать, строго следуя нормам международных стандартов.

В этой связи было бы полезным в основных направлениях ДКП уделить внимание трансмиссионному механизму регулирования банковского сектора и инвестиционной привлекательности денежно-кредитных институтов.

Достижение финансовой стабильности посредством ужесточения требований может дать противоположный ожидаемому денежными властями эффект — снизить участие банков в развитии экономики, но при этом повысить их риск-аппетит, концентрацию рисков и изменить их профиль, способствовать росту затрат государства на поддержку банков, уменьшить инвестиционную привлекательность банковского бизнеса для инвесторов, привести к репрофиллингу бизнес-моделей банков.

Проведенные исследования в разных странах, охватывающие разные, но близкие в исторической ретроспективе периоды, показали, что повышение требований к достаточности капитала может иметь отсроченный макроэкономический эффект на краткосрочном и долгосрочном горизонте. Проведенные расчеты позволили группе авторов продемонстрировать, что повышение требований к капиталу на один процентный пункт приводит к сокращению объемов кредитования в долгосрочном периоде в диапазоне от 1,4 до 3,5%; в краткосрочном периоде могут также замедлиться или сократиться темпы роста кредитования на 1,2–4,6 процентных пункта [7].

При этом полагаем, что краткосрочный эффект может оказаться более ощутимым, поскольку в нем заключен потенциал отложенного снижения объемов кредитования.

Негативный эффект от повышения требований по капиталу на кредитную активность обусловлен, по мнению некоторых исследователей [8], влиянием на спред (разницы между стоимостью кредита и привлеченными ресурсами) или объемом кредитования. Оценивая взаимосвязь между процентным спредом и показателями достаточности капитала на примере банков Великобритании (за период 1992–2012 гг.) *De-Ramon* и др. (2012) [8] выявили, что в долгосрочном периоде при увеличении достаточности капитала на 1 процентный пункт спред расширится на 9,4 базисных пункта [8]. При этом процентные спреды по корпоративным кредитам могут более существенно расширяться в краткосрочной перспективе, чем спреды по кредитам, предоставленным домашним хозяйствам [*De-Ramon* и др. (2012)].

Другие исследователи пришли к более жестким оценкам, полагая, что процентные ставки по кредитам могут возрасти на 19 базисных пунктов при том же предположении по уровню достаточности капитала [9].

Более высокие требования, предъявляемые к капиталу, негативно влияют на рентабельность капитала (*ROE*), приводят к сокращению дивидендных выплат, снижают привлекательность акций банков для инвестора. Менеджмент банков в целях сохранения уровня *ROE* повышает стоимость кредита для заемщика и сталкивается одновременно с риском, что в перспективе может привести к снижению объемов кредитования, а следовательно, к снижению экономической активности.

Полагаем, что задача регулятора должна состоять в поиске баланса между финансовой стабильностью и стимулированием деловой активности банков во взаимоотношениях с субъектами экономики. К сожалению, предпочтение отдается российским регулятором обеспечению исключительно финансовой стабильности в банковском секторе и достижению целевого уровня инфляции. С одной стороны, этот ракурс оправдан, учитывая фиксируемые нарушения микропруденциальных требований, недооценку

и накопление избыточных рисков ряда банков, сопровождаемые отзывом лицензий и возрастающими затратами на выплату компенсаций вкладчикам. С другой стороны, принимая во внимание закрытость внешних, дешевых источников зарубежного фондирования для российских банков, недостаточную развитость национального фондового рынка и его инструментов, нахождение упомянутого баланса становится жизненно необходимым.

Представляется, что достижение равновесия между финансовой стабильностью и созданием стимулов для экономического роста должно стать сферой ответственности Центрального банка, который видит свою задачу исключительно в обеспечении ценовой стабильности. Полагаем, что в текущих непростых условиях задачи и сфера ответственности Банка России должны быть расширены. Более того, желательно, чтобы регулятор проводил оценку влияния регулятивных инноваций на экономический рост, и в случае если такие оценки действительно им проводятся, они должны быть доступны экспертному и научному сообществу. Фундаментальный взгляд на новации в сфере регулирования позволит более взвешенно подходить к оценке перспектив их влияния на экономические процессы, достичь перевеса плюсов над минусами.

К сожалению, в основных направлениях ДКП не дана оценка и не определены перспективы квазифискального механизма финансового оздоровления кредитных организаций через Фонд консолидации банковского сектора. Данный механизм входит в противоречие с инструментами денежно-кредитной политики. Современная практика свидетельствует о снижении конкуренции и монополизации, что не может не влиять на цену и качество предоставляемых услуг. В частности, проведение политики финансового оздоровления рынка негативно отражается на конкурентной среде на рынке банковских услуг. Банковский рынок становится высококонцентрированным, но в основных направлениях ДКП не предложены пути создания условий равноправной конкуренции.

Требует совершенствования и практика предупреждения кризисных явлений как в экономике в целом, так и в деятельности отдельных денежно-кредитных институтов. Известно, что

в последние годы накопленная в предшествующих периодах высокая ссудная задолженность стала одной из причин повышенных рисков и для банков, и для конечных заемщиков. Банк России ожидает, что на прогнозируемом горизонте сохранится разумный консерватизм в отношении кредита, рассчитанный на то, что «банки будут стремиться к дальнейшему улучшению качества кредитных портфелей и снижению просроченной задолженности» [1, с. 51]. К сожалению, регулятор не предлагает дополнительную методологическую поддержку банкам в этом вопросе.

В современных условиях остаются неотрегулированными также такие ключевые вопросы, как пределы допустимой просроченной задолженности по кредитным организациям и по различным видам заемщиков. Часто меры пруденциального регулирования носят запаздывающий характер, лишь констатируют факт образования диспропорций и не направлены на их предупреждение.

Экономические и макропруденциальные меры регулирования банковского сектора нуждаются в развитии.

### **Перспективы развития системы рефинансирования**

В условиях обозначенного Банком России нового этапа развития экономики — ее перехода к росту, ключевую задачу макроэкономической политики регулятор обозначает как «создание условий и стимулов для устойчивого развития в дальнейшем» [1, с. 5]. В этой связи актуальным представляется анализ инструментов предоставления ликвидности банковскому сектору, способных среди прочих инструментов денежно-кредитной политики, на наш взгляд, создать подобные условия и стать необходимыми стимулами.

В основных направлениях ДКП до 2020 г., в отличие от аналогичных документов прошлых лет, нет детального анализа и оценки действующей системы рефинансирования, что затрудняет понимание того, какие же условия и стимулы будут созданы для устойчивого развития российской экономики. В таблицах 7–10 приложения 12 Банк России приводит информацию о применяемых в 2016–2017 гг. инструментах

рефинансирования. Так, в таблице 7 «Процентные ставки по операциям Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности» отражена динамика действующих в анализируемом периоде процентных ставок на операции постоянного действия и операции на открытом рынке. В таблице 8 «Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности» представлены перечень и объемы операций постоянного действия и операций на открытом рынке по предоставлению ликвидности, а в таблице 9 «Специализированные инструменты рефинансирования» — объемы, лимиты и условия предоставления специализированных инструментов рефинансирования. Представленные данные свидетельствуют о приостановке и отмене в 2017 г. кредитов, обеспеченных золотом (на срок от 1 до 549 дней), приостановке операций по предоставлению ликвидности в рамках аукционов по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, на срок 3 месяца и на срок 18 месяцев. Перечень оставшихся инструментов предоставления ликвидности постоянного действия позволяет сделать вывод о том, что регулятор изъял из своего арсенала значительную часть немногочисленных инструментов, позволяющих на постоянной основе предоставлять банковскому сектору средне- и долгосрочные кредиты, оставив единственный — кредиты, обеспеченные нерыночными активами, а также краткосрочные и сверхкраткосрочные. По всей видимости, указанные решения базировались на тезисах [1, с. 108], анализ которых был приведен выше и исходя из которых ликвидность банкам требуется лишь для выполнения экономических нормативов и осуществления текущих платежей и расчетов.

Анализ текста Основных направлений ДКП, а также специальных инструментов рефинансирования [1, таблица 9, приложение 12] дает основание оценить положительно намерение Банка России продолжить использование в 2018 г. специализированных механизмов рефинансирования, в том числе программ, направленных на поддержку финансирования инвестиционных проектов, кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства и экспортно-

ориентированных отраслей экономики, несырьевого экспорта, ипотечного кредитования в рамках программы «Военная ипотека», а также поддержки лизинга, разработанных и осуществляемых согласно государственным программам развития отдельных секторов экономики или реализуемым совместно с Правительством РФ. Несмотря на отсутствие рыночных основ, указанные инструменты используются Правительством РФ и Банком России своевременно, и необходимо поддержать меры Банка России по увеличению лимитов их использования.

Между тем указанные программы не содержат новых направлений вложений имеющихся в экономике ресурсов в приоритетные отрасли и проекты, которые могли бы стать катализатором экономического роста. Их определение было бы целесообразно в соответствии со средне- и долгосрочными планами развития экономики. Пока же перспективные с точки зрения экономического роста сектора экономики, такие как аграрно-промышленный комплекс, автомобилестроение, производство стройматериалов, ВПК, высокоточное машиностроение, информационные технологии, химическая промышленность и др., не поддерживаются на уровне специальных программ рефинансирования.

В Основных направлениях ДКП отмечается, что финансовые санкции в отношении экономики России сохранятся на всем прогнозном горизонте. В этих условиях большое значение должны иметь внутренние источники развития, в том числе усиление механизмов перераспределения финансовыми институтами имеющихся долгосрочных внутренних ресурсов [1, с. 53]. Считаем, что в качестве подобных внутренних ресурсов целесообразно рассматривать специальные программы рефинансирования, направленные на импортозамещение. Но указанное направление не нашло отражения в планах Банка России по развитию рефинансирования.

Заметим, что на протяжении последних двух лет в условиях планомерного снижения Банком России ключевой ставки уровень процентных ставок по специализированным инструментам рефинансирования незначительно отличается от ключевой ставки, что снижает их стимулирующее воздействие на приоритетные сферы

и сектора экономики. Однако для достижения стимулирующего эффекта необходимо, чтобы уровень процентных ставок по специализированным инструментам рефинансирования существенно отличался от уровня ключевой ставки. Так, программа «Военная ипотека» второй год не имеет стимулирующего воздействия, поскольку процентная ставка по ней сравнялась с ключевой, еще четыре программы кредитуются по ставке, отличающейся от ключевой на 1 процентный пункт, что чревато потерей стимулирующего эффекта. Лишь отчасти сохранили стимулирующий эффект программы поддержки малого и среднего предпринимательства и несырьевого экспорта, по которым ставка установлена на уровне 6,5% и отличается от ключевой на 2 процентных пункта, в то время как в прошлые годы указанная разница составляла 4 процентных пункта и более.

Нами уже не раз подчеркивалось [10], что посредством масштабного применения специальных программ рефинансирования, средства которых гарантированно идут в реальный сектор экономики и результатом действия которых становится увеличение выпуска продукции предприятиями реального сектора, можно осуществлять существенное стимулирование экономического роста без угрозы масштабного расширения эмиссии.

Анализ таблиц 7–10 приложения 12 Основных направлений ДКП показал, что приведенные в них сведения не содержат исчерпывающих данных о применяемых Банком России в 2016–2017 гг. инструментах рефинансирования. Так, не приводятся сведения о введенном в 2016 г. и реализуемом в 2017 г. дополнительном инструменте предоставления ликвидности системно значимым банкам — безотзывных кредитных линиях (далее — БКЛ).

В тексте Основных направлений ДКП [1, с. 22] находим упоминание о введенном в сентябре 2017 г. новом механизме экстренного предоставления ликвидности (далее — МЭПЛ), направленном на поддержку в первую очередь финансово-устойчивых банков, столкнувшихся с временными финансовыми трудностями, которые не могут быть разрешены с помощью стандартных инструментов, имеющих срок кредитования до 90 дней. Следует положительно

оценить применение указанного инструмента, введенного Банком России по рекомендации МВФ и соответствующего лучшим мировым практикам: ЕЦБ, Банка Англии, ФРС США и др., — и поддержать стремление регулятора предоставлять указанные ресурсы не любой кредитной организации, а лишь в обмен на план решения возникших проблем с ликвидностью (стратегию «выхода») в течение срока предоставления средств и положительной оценки возможности решения этих проблем со стороны Банка России [1, с. 22].

Несмотря на появление в арсенале регулятора инструментов, способных оказать экстренную поддержку банкам, в том числе системно-значимым, и предотвратить развитие негативных тенденций на денежном и финансовом рынках, в целом «Денежная программа» [1, таблица 1, приложение 11] не дает оснований полагать, что регулятор планирует на основе инструментов предоставления ликвидности решать задачи по созданию условий и стимулов для устойчивого развития экономики. Согласно «Денежной программе» валовой кредит банкам на предстоящие три года планируется в объеме всего 1,0 трлн руб., причем независимо от того, рассматривается базовый или альтернативный сценарий развития экономики. Указанное значение в 2,3 раза меньше аналогичных объемов, фактически используемых кредитными организациями в 2016 г. (на 01.01.2017–2,3 трлн руб.). Прогнозные требования по операциям рефинансирования на прогнозный период составляют лишь 0,3 трлн руб. также вне зависимости от сценария развития экономики и сокращены более чем в пять (!!!) раз по сравнению с аналогичными фактическими значениями на 01.01.2017 (1,6 трлн руб.).

Представляется, что при формулировании такой цели денежно-кредитной политики, как создание стимулов и условий для устойчивого развития, регулятору при анализе и оценке инструментов рефинансирования необходимо было сделать упор на формировании для банковского сектора кредитных ресурсов для долгосрочного развития в рамках операций рефинансирования постоянного действия, а также с точки зрения расширения спектра специализированных инструментов рефинансирования.

### Ликвидность банковского сектора и денежно-кредитные агрегаты

Как отмечалось выше, в Основных направлениях ДКП представлен также материал теоретического содержания, например приложение 10 [1], по которому возникает ряд вопросов. Из представленных в приложении 10 теоретических рассуждений об автономных факторах ликвидности, наряду с экономическими процессами, влияющими как на денежную массу, так и на ликвидность, а также процессами, влияющими только на ликвидность [1, с. 106–107], не ясно, какую роль в процессе формирования структурного дефицита/профицита ликвидности банковского сектора играют (и играют ли вообще?) кредиты АСВ и Фонда консолидации банковского сектора?<sup>4</sup> Регулятор ограничился указанием их в «Денежной программе» [1, таблица 1, приложение 11] под названием «Прочие чистые неклассифицированные активы», не оценив их влияния на денежный рынок, инфляцию. Вызывает озабоченность значительный (по сравнению, например, с операциями рефинансирования) размер указанных активов, а также их ожидаемый стабильно высокий уровень в течение ближайших трех лет.

Неясными представляется ряд связанных между собой тезисов [1, с. 108]:

1) «*требования и обязательства банковского сектора по отношению к Банку России и требования и обязательства банков по отношению к реальному сектору экономики слабо связаны друг с другом... затруднительно изменять первые за счет вторых и наоборот*». В соответствии с указанным тезисом:

а) исключается функционирование кредитного канала и в целом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики;

б) подвергается сомнению роль Центрального банка как кредитора второго уровня банковской системы.

Следуя указанному тезису, Банк России не может воздействовать на кредитную систему через инструменты рефинансирования, а также инструменты абсорбирования ликвидности, что неверно;

2) «*функционирование кредитного канала мало зависит от ликвидности банка в момент предоставления кредита*» (т.е. Банк России утверждает, что банк, не имеющий свободного резерва ликвидности, способен предоставить кредит?);

3) «*...по этой причине депозиты в Банке России не являются альтернативой кредитам реальному сектору...*». Во-первых, считаем, что причинно-следственная связь в этой фразе отсутствует. Во-вторых, Банк России утверждает, что вследствие объективных причин его вины нет в том, что деньги не пошли в реальный сектор экономики из-за их высокой стоимости и возросших рисков кредитования, а вынужденно направлены в депозиты Банка России как менее доходные и менее рискованные вложения. Тогда каким образом мы приходим к выводу о том, что динамика денежных агрегатов в 2017–2020 гг. будет соответствовать потребностям экономики и не будет создавать существенных проинфляционных рисков..., а плавный рост кредитования, а также умеренные бюджетные расходы будут способствовать увеличению денежной массы и монетизации экономики (1, с. 112)?;

4) «*банк, имеющий средства на корреспондентском счете в Банке России, может одновременно разместить эти средства на депозит в Банке России и при этом выдать кредит предприятию*» (такое абсолютно исключено, невозможно одни и те же ресурсы разместить одновременно в разные виды активов, если только речь не идет о разделении средств на соответствующие части);

5) «*банк, не имеющий лишних средств на корреспондентском счете, не сможет разместить средства на депозит в Банке России<sup>5</sup>, но возможность увеличить кредитование при этом не теряет*» (в этом тезисе нам неизвестна ситуация с ликвидностью банка: есть ликвидность — будет кредит, нет ликвидности — необходимо привлекать депозиты или использовать межбанковские кредиты, либо занимать у Центрального банка);

6) «*...соответственно<sup>6</sup> для того, чтобы выдать кредит, банку не нужно привлекать средства у Банка России*». Какова цель формулировки указанного тезиса? Банк России устраняется от раз-

<sup>4</sup> Предоставленные на цели санации банков и выплат компенсаций вкладчикам — прим. авторов.

<sup>5</sup> Не подвергается сомнению, прим. авторов.

<sup>6</sup> Вытекает из предыдущего тезиса, прим. авторов.

вития системы рефинансирования? А как быть с функцией кредитора последней инстанции?;

7) «...банки привлекают средства у Банка России, когда у них недостаточно средств на корсчете для выполнения нормативов и осуществления текущих платежей и расчетов». Заметим, что это основные, но не единственные причины заимствований банками второго уровня средств у Центрального банка. Создается впечатление, что тем самым Банк России оправдывает сокращение инструментов рефинансирования постоянного действия, ориентированных на длительные сроки, а также не расширяет спектр специальных инструментов рефинансирования.

На наш взгляд, из подобных рассуждений не следует заключительный вывод рассматриваемого раздела: «Таким образом, при наличии эффективного механизма управления банковской ликвидностью... влияние колебаний банковской ликвидности... на операции банков является незначительным» [1, с. 109].

### Денежно-кредитная и валютная политика

В Основных направлениях ДКП валютная политика рассматривается, главным образом, в контексте ее роли вспомогательного инструмента реализации стратегии таргетирования инфляции. Динамика валютного курса оценивается в данном документе лишь в качестве одного из факторов, оказывающих влияние на инфляцию, а не как значимый и самостоятельный инструмент макроэкономического регулирования, учитывающий структурные и иные особенности национальных экономик стран с развивающимся рынком, включая Россию, и создающий условия для поддержания стабильности отечественного финансового рынка.

Акцент сделан на регулирующей роли ключевой процентной ставки, относительно высокий уровень которой позволяет целенаправленно снижать инфляцию и косвенно поддерживать валютный курс российского рубля за счет притока из-за рубежа иностранных инвестиций преимущественно в государственные ценные бумаги.

Как отмечается в Основных направлениях ДКП, важным является создание условий для того, чтобы российские активы оставались «одними

из наиболее привлекательных для вложений среди стран с формирующимися рынками» [1, с. 53]. Однако эта привлекательность распространяется в основном на приток иностранного капитала, преимущественно спекулятивного характера, что также несет в себе деструктивный потенциал для экономики. Усиливаются риски его резкого оттока в случае новой волны снижения цен на энергоносители или нового обострения проблемы экономических санкций Запада в отношении России. Согласно данным Банка России в первом полугодии 2017 г. чистый отток капитала из России вырос на 71% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года — до 14,7 млрд долл. США.

Признание роли валютной политики и курсовой политики как ее части в качестве одного из наиболее значимых, наряду с процентной ставкой, инструментов монетарного и макроэкономического регулирования подтверждается пристальным вниманием к роли валютного курса в поддержании конкурентоспособности российской экономики со стороны профильных правительственных ведомств. В марте 2017 г. В. Осмаков, заместитель министра Минпромторга России, оценивал как оптимальную для российских промышленных предприятий стабилизацию курса рубля на уровне 60–65 руб./долл. В этом случае, по его мнению, компании получают возможность проводить инвестиционные программы, а в долгосрочной перспективе «непереукрепленный рубль» создаст базу для проектов в сфере импортозамещения, в том числе для локализации производств в России [11].

Современная российская экономика со значительными структурными дисбалансами, высокой степенью открытости и зависимости макроэкономической ситуации и финансовой устойчивости от экспорта преимущественно энергоносителей не готова к одновременным рискам инфляции/дефляции, с одной стороны, и свободного плавания курса рубля, с другой стороны. Представляется логичным в сложившейся ситуации смягчить параметры модели таргетирования инфляции, дополнив ее режимом гибко управляемого плавающего валютного курса с определением диапазона колебаний курса российского рубля к доллару

США. В практическом плане предлагается для поддержания ценовой устойчивости перейти к мягкому таргетированию значения валютного курса в установленных пределах (например, 59–65 руб./долл. США) с возможной коррекцией границ коридора в случае значительных резких изменений внешнеэкономических условий. Это позволило бы снизить валютные риски контрагентов, повысить прогнозируемость долгосрочных внешнеэкономических контрактов для субъектов хозяйственной деятельности, обеспечить относительный баланс между конкурентоспособным экспортом и затратами на импорт зарубежного оборудования и современных технологий.

### Иные общие замечания

Половина текста Основных направлений ДКП — это оценка развития экономики России и денежно-кредитной политики в 2017 г. При всей значимости анализа экономической ситуации этого года, а также макроэкономического подхода к определению основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики следует обратить внимание на то, что прогнозируемый период — три года, а это требует представления анализа как минимум трех предшествующих лет развития для более обстоятельного обоснования уровня и качества прогнозирования. Кроме того, оценка развития экономики и денежно-кредитной полити-

ки достаточно подробно представлена сегодня в публикуемых Банком России ежеквартальных докладах о денежно-кредитной политике. Иными словами, целесообразным было бы сокращение описательной части материала.

Вновь в Основных направлениях ДКП отсутствуют важные, на наш взгляд, приложения: «Мероприятия Банка России по совершенствованию национальной платежной системы», «Мероприятия по совершенствованию банковской системы и банковского надзора», «Мероприятия по совершенствованию финансовых рынков», присутствовавшие в данном документе до 2013 г. и выступавшие как его неотъемлемая часть. Вместе с тем устойчивость банковского сектора, развитие финансового рынка и надежная платежная система являются одними из факторов эффективности денежно-кредитной политики.

Вместо этих приложений уже пятый год в Основных направлениях ДКП приводится глоссарий. Следует заметить, что для специалистов он не представляет интереса, хотя, наверное, способствует реализации политики информационной открытости Центрального банка и финансовому просвещению населения.

В целом можно положительно оценить Основные направления ДКП, но полагаем, что он мог бы быть дополнен и в большей степени конкретизирован с учетом отмеченных замечаний и новых явлений во втором полугодии 2017 г.

### ЛИТЕРАТУРА

1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 г. и период 2019 и 2020 гг. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2018\(2019–2020\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018(2019–2020).pdf).
2. Денежно-кредитная политика России: новые вызовы и перспективы: монография / под ред. М. А. Эскиндарова. М.: Кнорус, 2016.
3. Бюджетно-налоговые и денежно-кредитные инструменты достижения финансовой стабильности и обеспечения экономического роста: монография / под ред. М. А. Абрамовой. М.: Кнорус, 2017.
4. Стратегия ЦСР 2018–2024 гг.: лозунги, мифы и реальность (позиция экспертов Финансового университета) // Вестник Финансового университета. 2017. Т. 21. № 3.
5. Официальный сайт Столыпинского клуба. URL: <http://stolypinsky.club/2017/03/29/izmenenie-gosudarstvennogo-podhoda-k-tarifam-estestvennyh-monopolij-prineset-ekonomike-oshhutimyj-rost-v-blizhajshie-gody>.
6. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. URL: [http://www.gks.ru/bgd/free/b04\\_03/Isswww.exe/Stg/d02/181.htm](http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/Isswww.exe/Stg/d02/181.htm).
7. An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements. Bank for International Settlements. August 20. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>. Assessing the

- macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements. Interim report of the Macroeconomic Assessment Group. Bank for International Settlements. December 2010.
8. De-Ramon S., Iscenko Z., Osborne M., Straughan M. and Andrews P. (2012): Measuring the impact of prudential policy on the macroeconomy: a practical application to Basel III and other responses to the financial crisis, FSA Occasional Paper, no. 42. URL: [www.fsa.gov.uk/static/pubs/occpapers/op42.pdf](http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/occpapers/op42.pdf).
  9. Šutorova B. and Teplý P. (2013): The impact of Basel III on lending rates of EU banks», Czech Journal of Economics and Finance, vol. 63, no. 3. URL: [journal.fsv.cuni.cz/storage/1274\\_226-43--sutorova.pdf](http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1274_226-43--sutorova.pdf).
  10. Ключевые аспекты современной денежно-кредитной политики России: мнение экспертов (по материалам «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов») // Экономика. Налоги. Право. 2016. № 1. С. 6–15.
  11. Reuters. URL: <https://news.mail.ru/economics/29924012/?frommail=1>.

## REFERENCES

1. The main areas of the unified state monetary policy for 2018 and the period 2019 and 2020 [Osnovnye napravlenija edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2018 g. i period 2019 i 2020 gg.] URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2018\(2019-2020\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018(2019-2020).pdf).
2. Monetary policy of Russia: new challenges and prospects. Monograph. Ed. M. A. Eskindarov. [Denezhno-kreditnaja politika Rossii: novye vyzovy i perspektivy: monografija / pod red. M. A. Jeskindarova]. Moscow, Knorus, 2016.
3. Budget and fiscal and monetary instruments to achieve financial stability and economic growth. Monograph. Ed. M. A. Abramova [Bjudzhetno-nalogovye i denezhno-kreditnye instrumenty dostizhenija finansovoj stabil'nosti i obespechenija jekonomicheskogo rosta. Monografija / pod red. M. A. Abramovo]. Moscow, Knorus, 2017.
4. Strategy of the CSR 2018–2024: slogans, myths and reality (position of experts at the Financial University) [Strategija CSR 2018–2024 gg.: lozungi, mify i real'nost' (pozicija jekspertov Finansovogo universiteta)]. *Vestnik Finansovogo universiteta — Bulletin of the Financial University*, 2017, Vol. 21, No. 3.
5. Official site of the Stolypin club. [Oficial'nyj sajt Stolypinskogo kluba]. URL: <http://stolypinsky.club/2017/03/29/izmenenie-gosudarstvennogo-podhoda-k-tarifam-estestvennyh-monopolij-prineset-ekonomike-oshhutimyj-rost-v-blizhajshie-gody>.
6. Official website of the Federal State Statistics Service [Oficial'nyj sajt Federal'noj sluzhby gosudarstvennoj statistiki]. URL: [http://www.gks.ru/bgd/free/b04\\_03/Isswww.exe/Stg/d02/181.htm](http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/Isswww.exe/Stg/d02/181.htm).
7. An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements. Bank for International Settlements. August 20. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf> Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements. Interim report of the Macroeconomic Assessment Group. Bank for International Settlements. December 2010.
8. De-Ramon S., Iscenko Z., Osborne M., Straughan M. and Andrews P. (2012): Measuring the impact of prudential policy on the macroeconomy: a practical application to Basel III and other responses to the financial crisis, FSA Occasional Paper, No. 42. URL: [www.fsa.gov.uk/static/pubs/occpapers/op42.pdf](http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/occpapers/op42.pdf).
9. Šutorova B. and Teplý P. (2013): The impact of Basel III on lending rates of EU banks, Czech Journal of Economics and Finance, vol. 63, No. 3. URL: [journal.fsv.cuni.cz/storage/1274\\_226-43](http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1274_226-43).
10. Key aspects of Russia's current monetary policy: the opinion of experts (based on the “Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2016 and the Period 2017 and 2018”) [Ključevye aspekty sovremennoj denezhno-kreditnoj politiki Rossii: mnenie jekspertov (po materialam «Osnovnyh napravlenij edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2016 god i period 2017 i 2018 godov»)]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo — Economics. Taxes, Law*, 2016, No. 1, pp. 6–15.
11. Reuters. URL: <https://news.mail.ru/economics/29924012/?frommail=1>.