

DOI: 10.26794/1999-849X-2019-12-1-6-19

УДК 336.7(045)

JEL E42, E52, E58



Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов: мнение экспертов Финансового университета

М.А. Абрамова^а, С.Е. Дубова^б, О.В. Захарова^с, М.В. Ершов^д, О.И. Лаврушин^е

Финансовый университет, Москва, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0001-9338-8478>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-7033-1206>;

^с <https://orcid.org/0000-0002-6377-3006>; ^д <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>;

^е <https://orcid.org/0000-0002-8392-2064>

АННОТАЦИЯ

В статье приводится экспертное мнение ученых Финансового университета по проблемам основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на предстоящий трехлетний период (2019–2021 гг.). *Актуальность* данной статьи обусловлена возрастающей ролью денежно-кредитной сферы в достижении финансовой стабильности и обеспечении экономического роста России в условиях финансиализации современной экономики. *Предмет исследования* – современная денежно-кредитная политика России, установленная в программном документе деятельности Банка России в монетарной сфере на среднесрочную перспективу. *Цель работы* – выявление достоинств и недостатков сформированной единой государственной денежно-кредитной политики. В ходе исследования анализировались принятые Банком России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов». В результате исследования *сделаны выводы* о том, что в государственной денежно-кредитной политике следует не только больше внимания уделять кредитному каналу трансмиссионного механизма в контексте его взаимодействия с процентным каналом и достижения операционной цели денежно-кредитной политики, но и продолжать применение специальных инструментов рефинансирования, учитывая, что финансовые санкции в отношении экономики России сохранятся на всем прогнозном горизонте; реализовывать мероприятия в части развития стимулирующего регулирования банковского сектора с целью дополнительной поддержки формирования благоприятных условий для повышения инвестиционной и экономической активности. В целом в результате исследования установлено, что сформированные Банком России совместно с Правительством РФ основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на ближайшие три года отвечают современным требованиям, хотя и требуют дополнения и конкретизации согласно отмеченным в статье предложениям с учетом новых явлений и обстоятельств, проявившихся в последнее время.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; каналы трансмиссионного механизма; банки; банковский сектор; процентная политика; антиинфляционная политика; стимулирующее регулирование; ликвидность; курсовая политика

Для цитирования: Абрамова М.А., Дубова С.Е., Захарова О.В., Ершов М.В., Лаврушин О.И. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов: мнение экспертов Финансового университета. *Экономика. Налоги. Право.* 2019;12(1):6-19. DOI: 10.26794/1999-849X-2019-12-1-6-19

On the Guidelines for the Single State Monetary Policy for 2019 and the Period of 2020 to 2021: Expert Opinion of Financial University

M.A. Abramova^a, S.E. Dubova^b, O.V. Zakharova^c, M.V. Yershov^d, O.I. Lavrushin^e

Financial University, Moscow, Russia

^a <https://orcid.org/0000-0001-9338-8478>; ^b <https://orcid.org/0000-0002-7033-1206>;

^c <https://orcid.org/0000-0002-6377-3006>; ^d <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>;

^e <https://orcid.org/0000-0002-8392-2064>

ABSTRACT

The paper presents the opinion of the Financial University experts on the problems of the single state monetary policy for the upcoming three-year period (2019–2021). *The relevance* of paper stems from the increasing role of the monetary sphere and the monetary policy in achieving financial stability and ensuring Russia's economic growth in the modern context of the economy financialization. *The subject of the research* is the current monetary policy of Russia set out in the program document of the Bank of Russia for the medium term. *The purpose of the research* was to identify the pros and cons of the single state monetary policy. In the course of the research, the Guidelines for the Single State Monetary Policy for 2019 and the Period of 2020 to 2021 adopted by the Bank of Russia were analyzed. Based on the research findings, *it is concluded* that the state monetary policy should pay more attention to the credit channel of the transmission mechanism in the context of its interaction with the interest rate channel to achieve the operational goal of the monetary policy and for further use of special refinancing instruments in view of the fact that financial sanctions against the Russian economy will continue over the whole forecast horizon. Along with that, measures should be taken to develop incentive regulation of the banking sector in order to support the creation of favorable conditions for boosting investment and economic activities. In general, as a result of the research, it was established that the monetary policy guidelines developed by the Bank of Russia in cooperation with the Russian Federation Government for the next three years meet modern requirements but have to be supplemented and refined with account for new phenomena and circumstances emerging in the recent time.

Keywords: monetary policy; transmission mechanism channels; banks; banking sector; interest rate policy; anti-inflationary policy; incentive regulation; liquidity; exchange rate policy

For citation: Abramova M.A., Dubova S.E., Zakharova O.V., Yerшов M.V., Lavrushin O.I. On the guidelines for the single state monetary policy for 2019 and the period of 2020 to 2021: Expert opinion of Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2019;12(1):6-19. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2019-12-1-6-19

НАУЧНАЯ СОСТАВЛЯЮЩАЯ ОСНОВНЫХ НАПРАВЛЕНИЙ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

«Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов»¹ (далее — Основные направления ДКП) вызывают особый интерес у научного сообщества тем, что представляют собой программный документ деятельности Банка России в монетарной сфере на среднесрочную перспективу. В них нашли отражение результаты экономических исследований, проводимых специалистами Банка России, показан вклад денежно-кредитной политики в развитие национальной экономики, более подробно разъяснена связь денежно-кредитной политики с другими направлениями государственной политики и дано описание каналов ее трансмиссионного механизма. Кроме того, научный интерес представляют также приложения к Основным направлениям ДКП, которые являются не только источниками информации, но и дополняют результаты научных исследований регулирования монетарной сферы (например, приложения 1–5).

¹ Сайт Банка России. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/48125/on_2019\(2020–2021\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/48125/on_2019(2020–2021).pdf).

Научная составляющая содержания Основных направлений ДКП, во-первых, придает им статус программного документа, во-вторых, обосновывает реальный вклад Банка России в формирование предсказуемых экономических условий, в-третьих, способствует укреплению доверия к проводимой денежно-кредитной политике, в-четвертых, повышает информационную открытость деятельности Банка России, способствуя тем самым повышению ее эффективности.

РОЛЬ СОВРЕМЕННОЙ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ

К несомненно положительным сторонам Основных направлений ДКП можно отнести фундаментально прописанные положения о роли ценовой стабильности в обеспечении финансовой и социальной стабильности, а также благоприятного инвестиционного климата.

Справедливым и научно обоснованным считаем утверждение Банка России о том, что денежно-кредитная политика, создавая важные условия для развития экономики, не может сама по себе служить основным источником устойчивого повышения экономического потенциала, хотя и способна приводить к отклонению темпа роста экономики от ее потенциально возможного прогресса.

Этим объясняется важность координации денежно-кредитной политики с иными направлениями экономической политики, прежде всего бюджетной, что обеспечивает отсутствие инфляционного давления по бюджетному каналу, учет внешних факторов в виде решений центральных банков крупнейших стран в области денежно-кредитной и экономической политики.

В контексте координации бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики следует высоко оценить исследование влияния повышения НДС на инфляцию, проведенное в рамках Основных направлений ДКП, а также в Докладе об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию².

Следует заметить, что ранее в Основных направлениях ДКП на 2018 год и период 2019 и 2020 годов³ необходимость координации со структурной политикой, нацеленной на решение структурных проблем в части обеспечения согласованной системы государственного оперативного и стратегического планирования, была выделена только в качестве постановочной проблемы. В анализируемом документе структурные факторы и структурная политика определены как важнейшие внутренние условия денежно-кредитной политики, а координация таких направлений экономической политики, как бюджетно-налоговое, денежно-кредитное и структурное, способствует повышению потенциальных темпов роста российской экономики. Данное положение согласуется с отмеченным выше положением о косвенном влиянии денежно-кредитной политики на текущие и потенциальные темпы экономического роста, на развитие остальных сфер экономики [1].

Важное значение координации денежно-кредитной, налогово-бюджетной, структурной и инвестиционной политик для обеспечения устойчивого экономического роста и достижения стабильности финансовой системы неоднократно отмечалось в заключениях экспертов Финансового университета на проекты Основных направлений ДКП, а также в статьях, монографиях и выступлениях на заседаниях Столыпинского клуба [2–7].

² Сайт Банка России. URL: [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/48125/on_2019\(2020–2021\).pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/48125/on_2019(2020–2021).pdf) (дата обращения: 05.10.2018).

³ Сайт Банка России. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018\(2019–2020\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018(2019–2020).pdf).

К положительным аспектам Основных направлений ДКП можно отнести положения, касающиеся показателей и параметров информационной открытости Банка России. На фоне высокой информационной открытости финансовых властей в последние несколько лет (ежеквартальные доклады о денежно-кредитной политике, пресс-релизы, пресс-конференции председателя Банка России по итогам заседания Совета директоров Банка России, разъяснения Центрального банка о будущей инфляции и своих действиях в области денежно-кредитной политики) ЦБ РФ добился повышения уровня доверия к своим действиям в области денежно-кредитной политики, что позволило инфляционным ожиданиям участников финансового рынка закрепляться вблизи целевого уровня инфляции и изменяться более предсказуемо для регулятора, чем прежде [8]. Указанные обстоятельства сделали возможным создание регулятором действенного особого канала трансмиссионного механизма — канала инфляционных ожиданий.

Следует и дальше расширять адресные коммуникации по денежно-кредитной политике, способствуя повышению финансовой грамотности населения и на этой основе его понимания и доверия к проводимой Банком России денежно-кредитной политике, что позволяет формировать предсказуемую экономическую среду для всех участников экономических отношений.

Как положительный фактор повышения информационной открытости Банка России в области формирования и реализации денежно-кредитной политики можно отметить представленное в Основных направлениях ДКП описание операционной цели денежно-кредитной политики и каналов ее трансмиссионного механизма с отражением особенностей на современном этапе и перспектив в среднесрочном периоде.

Особое внимание в прогнозе на 2019–2021 гг. обращается на процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, что соответствует в целом ее целевым ориентирам и задачам уменьшения инфляционных ожиданий. Обеспечение предсказуемой динамики процентных ставок в результате действий Банка России способствует внутренней макроэкономической стабильности и сохранению стабильно низкой инфляции.

Можно согласиться с приведенным в Основных направлениях ДКП утверждением о преимствен-

ности подходов к формированию денежно-кредитной политики в 2019 г. благодаря достижению стабильной тенденции к уменьшению темпов роста потребительских цен в результате проводившейся в 2018 г. Банком России денежно-кредитной политики. Хотя Банк России учитывает значимые складывающиеся экономические тенденции, внешние и временные факторы, все же считаем целесообразным, чтобы он при принятии решений больше ориентировался на факторы длительного действия и долгосрочные тенденции, а не только на достижение краткосрочных целей.

Положительной оценки заслуживает тот факт, что Банк России в целях поддержания ценовой стабильности особое внимание в своей деятельности обращает на инфляционные ожидания как населения, организаций, профессиональных участников рынка, так и государственных органов (приложение 1), что:

1) позволяет, исходя из результатов осуществляемого Банком России анализа инфляционных ожиданий, добиваться такого положения, при котором годовая инфляция находится на постоянной основе вблизи 4%;

2) способствует формированию так необходимого в настоящее время доверия населения к деятельности Банка России;

3) соотносится с отмеченным выше подходом к разработке мер денежно-кредитной политики.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ИНФЛЯЦИЯ

Для российских компаний инфляция по-прежнему остается значимой проблемой вследствие предположений о росте издержек компаний в условиях повышения цен на продукцию добывающих отраслей. Поэтому заслуживает одобрения проведенное Банком России специальное исследование канала издержек (приложение 2), которое показало, что 31% компаний в ответ на рост процентных издержек повысят цены согласно опросу, проведенному Банком России. Это прежде всего представители отраслей с невысокой конкуренцией, спрос на продукцию которых слабо чувствителен к изменению цен. Данное исследование еще раз показало, что основным каналом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики должен быть именно процентный канал. В то же время канал издержек в настоящее время слабо выражен и в целом

не препятствует реализации денежно-кредитной политики, направленной на поддержание ценовой стабильности. При этом Банк России не снимает с повестки дня вопрос о необходимости сохранения на прогнозном горизонте политики индексации регулируемых тарифов и цен темпами вблизи 4%, анализирует и учитывает в решениях по денежно-кредитной политике влияние на инфляцию и инфляционные ожидания повышения основной ставки НДС с 1 января 2019 г. на 2 п. п. (приложение 4).

Положительно оценивая содержание Основных направлений ДКП, считаем все же целесообразным внесение ряда предложений по решению ключевых проблем денежно-кредитной политики.

ПРОБЛЕМЫ СОВРЕМЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИИ

Несмотря на то что Банком России ежегодно декларируется необходимость осуществления умеренно-жесткой денежно-кредитной политики, до настоящего времени он не раскрыл критерии классификации такой политики, негативно влияющей на развитие экономики. При этом возникает сомнение в правильности отнесения реализуемой денежно-кредитной политики к умеренно-жесткой политике, учитывая тот факт, что объем операций, проведенных Банком России по регулированию профицита ликвидности в 2018 г., превышает объем операций по рефинансированию кредитных организаций, который сокращается. Кроме того, осуществленный в Основных направлениях ДКП анализ данных, свидетельствующих о взаимосвязи ликвидности банков и их активности на кредитном и депозитном рынке, подтверждает отсутствие влияния первого на второе (приложение 5).

В Основных направлениях ДКП следовало бы уделить больше внимания кредитному каналу трансмиссионного механизма (не только в контексте его взаимодействия с процентным каналом и достижения операционной цели денежно-кредитной политики) [9].

С точки зрения влияния денежно-кредитной политики на экономический рост результативность ее проведения достигается в настоящее время не только регулированием профицита ликвидности банковского сектора [Банк России в 2018 г. успешно использовал в качестве основных инструментов

денежно-кредитной политики депозитные аукционы на срок одна неделя и размещение купонных облигаций Банка России (КОБР) на срок три месяца] и оптимизацией процедуры проведения кредитных и депозитных операций, что оказывает влияние на первое звено кредитного канала. В части кредитной составляющей денежно-кредитной политики ее эффективность зависит от качества кредитных потоков, которые остаются в настоящее время вне поля регулирования с позиции границ использования, цикличности движения, эффективности кредитования.

Оценка эффективности деятельности банка в области кредитования должна охватывать не только экономическую, но и социальную, и организационную стороны. К числу важнейших экономических характеристик (показателей) эффективности кредитования важно относить не только доход, но и возрастание стоимости капитала, качество кредитного продукта, рентабельность банковского кредита (ссуды и займа), рост рыночной стоимости облигаций банка, соотношение операционных затрат банка при кредитовании к его операционным доходам.

Кредит окажется наиболее эффективным в случае, если его применение станет ближе к интересам клиентов, будет в наибольшей степени удовлетворять их меняющиеся потребности. Приоритетами корпоративной социальной ответственности в области кредитования могут становиться обеспечение доступности кредита, ответственное финансирование, предложение социально ориентированных продуктов и услуг, удельный вес социально ориентированных продуктов, уровень лояльности клиентов банка, окупаемость социальных кредитных вложений по отношению к затраченным ресурсам и др.

В современной практике важно не сокращать, а расширять применение кредита на основе его эффективного использования и преодоления ошибочных суждений о его воздействии на экономику.

По нашему мнению, Банку России целесообразно углубить исследования проблем, касающихся понимания роли кредита в обеспечении экономического роста, тогда как в Основных направлениях ДКП основное внимание обращается на исследование проблем выбора ставок по кредиту (фиксированная или плавающая) и долговой нагрузки в экономике в целом и ее отдельных сегментах.

Эффективность кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики зависит во многом от качества проводимой Банком России микропруденциальной политики, позволяющей стимулировать деловую активность банковского сектора в его взаимодействии с хозяйствующими субъектами и домашними хозяйствами или ограничивать ее посредством внедрения международных стандартов.

Для повышения эффективности кредитного канала трансмиссионного механизма считаем целесообразным внедрить механизмы, упрощающие процедуру рефинансирования ипотечных кредитов для заемщиков, а также смягчить условия для банков в части доначисления резервов при снижении ставки по уже выданным кредитам. Сегодня для банков механизм рефинансирования ранее выданного ипотечного кредита, по которому изначально снижение процентной ставки не предусматривалось, является реструктуризацией кредита и влечет необходимость формирования дополнительных резервов.

В настоящее время, несмотря на видимую привлекательность данной процедуры для заемщика, рефинансирование ипотечного кредита — процесс длительный и трудоемкий. Заемщику заново требуется собирать полный комплект документов для получения одобрения по новому кредиту, оформлять новый договор страхования, а также снова оценивать жилую недвижимость, что сопряжено с дополнительными затратами как на снятие обременения с недвижимости, находящейся в залоге, так и на государственную перерегистрацию договора на право по залогу. Корректировка регуляторных механизмов рефинансирования ипотеки позволит, с одной стороны, снизить уровень долговой нагрузки заемщиков, а с другой стороны, увеличить потенциал дальнейшего расширения ими заимствований, оказывая тем самым позитивное влияние на действенность кредитного канала трансмиссионного механизма.

Не вызывает возражений тезис Основных направлений ДКП, согласно которому дополнительную поддержку формированию благоприятных условий для повышения инвестиционной экономической активности на прогнозном горизонте оказывают меры Банка России, направленные на развитие финансового рынка и эффективное преобразование сбережений населения во внутренние долгосрочные инвестиции. Видится, что в числе

таких мер необходимо рассматривать инструменты предоставления Банком России ликвидности. Отметим, что в настоящих Основных направлениях ДКП, в отличие от его версий прошлых лет, не содержится анализа инструментов предоставления ликвидности банковскому сектору, которые могли бы стимулировать инновационную экономическую активность.

В отличие от предыдущих версий, Основные направления ДКП не содержат также в течение двух последних лет детального анализа и оценку действующей системы рефинансирования, затрудняя понимание того, какие условия регулятор создает для обеспечения устойчивого развития российской экономики.

На основе рассмотрения инструментов обеспечения ликвидности постоянного действия можно сделать вывод о том, что регулятор перестал использовать значительную часть имеющихся в его распоряжении немногочисленных инструментов, благодаря которым он мог предоставлять на постоянной основе банковскому сектору средние и долгосрочные кредиты, оставляя себе единственный инструмент — предоставление кредитов, обеспеченных нерыночными активами, а также краткосрочных и сверхкраткосрочных кредитов.

В тексте Основных направлений ДКП не содержится ответа на вопрос: будет ли применяться в дальнейшем введенный в действие в сентябре 2017 г. новый механизм экстренного предоставления ликвидности, имеющий целью поддержку финансово устойчивых банков, столкнувшихся с временными финансовыми трудностями, которые не могли быть преодолены посредством стандартных инструментов, а также других средств по экстренной поддержке банков, в том числе системно-значимых, а также по предотвращению развития негативных тенденций на денежном и финансовом рынках?

Вызывает огорчение намерение Банка России продолжить реализацию стратегии по отказу от применения специализированных инструментов рефинансирования. Из анализа специальных инструментов рефинансирования, в том числе программ по кредитованию субъектов малого и среднего предпринимательства и экспортно ориентированных отраслей экономики, а также по поддержке финансирования инвестиционных проектов, ипотечного кредитования в рамках программы «Военная ипотека», лизинга и т.д., разработанных

и осуществляемых в рамках государственных программ в целях развития отдельных секторов экономики, следует вывод об их полезности и точечном воздействии на приоритетные сферы экономики в условиях нестабильной экономической ситуации.

Полагаем, что с реализацией стратегии отказа от применения специальных инструментов рефинансирования Банку России следует повременить в ближайшие два-три года в предвидении того, что финансовые санкции в отношении экономики России отменены не будут. В этих условиях внутренними источниками развития могли бы стать специальные программы рефинансирования по поддержке приоритетных отраслей экономики, которые следует дополнить в соответствии со средне- и долгосрочными планами развития экономики новыми направлениями вложений имеющихся в экономике ресурсов в приоритетные отрасли и проекты, которые могли бы стать катализатором экономического роста. Но на данный момент перспективные с точки зрения экономического роста сектора экономики, например производство стройматериалов, химическая промышленность, ВПК, аграрно-промышленный комплекс, автомобилестроение, высокоточное машиностроение, информационные технологии и др., не поддерживаются на уровне специальных программ рефинансирования.

Подчеркнем, что существенное стимулирование экономического роста без угрозы масштабного расширения эмиссии может быть осуществлено посредством масштабного применения специальных программ рефинансирования, средства которых инвестируются в реальный сектор экономики, увеличивая выпуск продукции [3, 10, 11].

Одним из новых разделов Основных направлений ДКП стало приложение 5 «Влияние профицита ликвидности на депозитно-кредитные операции», в котором анализируются факторы, определяющие увеличение профицита ликвидности.

В разделе «Применение инструментов денежно-кредитной политики в 2018 году и 2019–2021 годах и действие трансмиссионного механизма» этого документа представлена структура операций Банка России за 2017 г., определяющих формирование структурного профицита ликвидности. К ним относятся кредиты, предоставленные Банком России в рамках безотзывных кредитных линий, операции «валютный своп» по продаже Банком России долларов США и евро за рубли, депозитные операции

постоянного действия и проводимые на аукционной основе, операции по размещению купонных облигаций Банка России (КОБР), специализированные инструменты рефинансирования Банка России, операции рефинансирования постоянного действия.

По мнению регулятора, основными причинами возникновения структурного профицита ликвидности банковского сектора являются «меры по финансовому оздоровлению отдельных банков и масштабное расходование средств суверенных фондов для финансирования дефицита федерального бюджета» с учетом того, что за 2017 г. профицит ликвидности вырос с 0,7 до 2,6 трлн руб., а за восемь месяцев 2018 г. — до 3,4 трлн руб.

Однако в качестве значимых причин возникновения профицита ликвидности не выделяются:

- нестабильная экономическая ситуация, обусловленная введением антироссийских санкций и усилением экономической блокады;
- изменения налогового законодательства, повышающие нагрузку на бизнес;
- снижение доверия к банковской системе, в частности определяемое активным отзывом банковских лицензий;
- низкая рентабельность хозяйственных организаций, влияющая на спрос на кредиты реальному сектору экономики;
- высокий уровень кредитных рисков, обуславливающий снижение кредитной активности банков.

Исследуя влияние профицита ликвидности банковского сектора на депозитно-кредитные операции банков, регулятор делает заключение об отсутствии такой взаимосвязи, что, с нашей точки зрения, неверно.

В Основных направлениях ДКП приводятся данные о соотношении ликвидности банковского сектора и активности банков на кредитном и депозитном рынках.

Из приведенной Банком России статистики следует, что рост банковской ликвидности сопровождается значительно меньшим увеличением потребительского кредитования и существенным сокращением кредитования организаций. В целом за последний год кредитная активность банков не демонстрирует роста. Авторы Основных направлений ДКП считают, что нет связи профицита и операций банков по кредитованию реальной экономики. Однако такая взаимосвязь имеется, но только не прямая, а обратная (профицит ликвид-

ности банковского сектора — результат не только дополнительного вливания денежных средств в банковскую систему, но и отсутствия спроса на кредиты). Деньги «лежат» на корреспондентских и депозитных счетах кредитных организаций не потому, что их много, а потому, что нет надежных и выгодных для банков направлений их вложения.

Анализ динамики рентабельности крупных и средних организаций и средней стоимости долгосрочных кредитов выявляет наличие отрицательной разницы процентных ставок, не позволяющей банкам предоставлять кредиты предприятиям реального сектора, а организациям направлять в обслуживающие банки кредитные заявки. Разница между рентабельностью организаций и процентными ставками по кредитам производительного характера в последние годы отрицательна; разрыв (спрэд) растет с 0,1% в 2008 г. до 3,2% в 2017 г. с существенным увеличением в кризисные годы: до 4,6% в 2009 г. и до 7,1% в 2015 г. (таблица).

Анализ данных Банка России и Федеральной службы государственной статистики показывает, что рост процентных ставок по кредитам сопровождается снижением рентабельности бизнеса, что приводит к уменьшению спроса на кредиты.

Согласно приложению 5 рост депозитов физических лиц, привлеченных банками напрямую, коррелирует с ростом требований кредитных организаций к Банку России, т.е. имеется взаимосвязь этих показателей, и прирост устойчивых ресурсов банков (вкладов граждан) ведет к наращиванию ликвидности банковского сектора.

В современных условиях наличие профицита ликвидности кредитных организаций может служить основой для повышения инвестиционной активности банков, развития национальной экономики, но опять-таки при условии взаимодействия и координации различных направлений государственной экономической политики, ориентированных на устойчивый экономический рост.

Эксперты Финансового университета согласны с мнением регулятора, что дополнительную поддержку формированию благоприятных условий для повышения инвестиционной и экономической активности будут оказывать мероприятия в части развития стимулирующего регулирования банковского сектора. Указанное влияние будет положительным, если правильно выбираются критерии дифференциации банков для целей стимулирующего регулирования.

Таблица

Динамика рентабельности организаций (без субъектов малого предпринимательства) по Российской Федерации и средневзвешенных процентных ставок по долгосрочным банковским кредитам, предоставленным нефинансовым организациям / Dynamics of profitability of organizations (without small businesses) in the Russian Federation and weighted average interest rates on long-term bank loans provided to non-financial organizations

Период / Period	Рентабельность проданных товаров, продукции, работ, услуг (%), по данным бухгалтерской отчетности) / Profitability of goods, products, works, services sold (%), according to financial statements)	Средневзвешенные процентные ставки по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в рублях (%), средняя величина за год) / Weighted average interest rates on loans provided by credit organizations to non-financial organizations in rubles (%), average value per year)	Разница между рентабельностью хозяйственных организаций и процентными ставками по долгосрочным кредитам банков (%) / The difference between the profitability of business organizations and interest rates on long-term bank loans (%)
2006	13,2	12,5	+0,7
2007	13,1	11,5	+1,6
2008	13,0	13,1	-0,1
2009	10,8	15,4	-4,6
2010	10,0	12,0	-2,0
2011	9,6	10,4	-0,8
2012	8,6	11,2	-2,6
2013	7,0	11,5	-4,5
2014	7,3	11,6	-4,3
2015	8,1	15,2	-7,1
2016	7,6	13,0	-5,4
2017	7,5	10,7	-3,2

Примечание: процентные ставки по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в рублях, приводятся для всех видов хозяйственных организаций. Стоимость кредитов, предоставленных субъектам малого и среднего предпринимательства, выше на 1–3% в зависимости от рассматриваемого периода, и величина спреда между рентабельностью и стоимостью кредитов, рассчитываемого для субъектов малого и среднего предпринимательства, будет еще выше.

Источники / Sources: составлено авторами / compiled by the authors. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/finance/#, Russia; <http://cbr.ru/publ/?PrtlId=bbs>.

Исследования, проводимые в Финансовом университете, показали, что размер капитала, используемый в качестве критерия дифференциации банков в соответствии с законом о пропорциональном регулировании, слабо учитывает принимаемые банками риски. При разделении коммерческих банков по данному критерию становится невозможным применение механизмов стимулирования для банков с определенным уровнем риска, так как в каждой группе есть банки и с низким, и с высоким риском деятельности. В ходе исследования было показано, что ограничения на бизнес-модели банков с базовой лицензией в соответствии с указанным критерием уже привели и приведут в дальнейшем к снижению их конкурентоспособности [12, 13].

Следовательно, элементы стимулирующего банковского регулирования должны базироваться на ином критерии пропорционального регулирования. В качестве критерия дифференциации режима банковского надзора для введения элементов стимулирования необходимо, на наш взгляд, использовать кредитные рейтинги, присваиваемые российскими рейтинговыми агентствами. Это даст возможность ввести стимулирующее банковское регулирование на основе реализации Банком России концепции пропорционального регулирования в зависимости от рискованности деятельности кредитных организаций для их дальнейшего развития и способствовать более активному участию банков в кредитовании экономики, стимулировать экономический рост [11–13].

Считаем целесообразным в Основных направлениях ДКП обратить внимание на проблемы регулирования банковского сектора и инвестиционной привлекательности институтов финансового рынка [10]. Тем более что в сферу компетенций Банка России входит обеспечение не только ценовой, но и финансовой стабильности, которая достигается в процессе реализации макропруденциальной политики. Понимая, что цели денежно-кредитной и макропруденциальной политик различаются, полагаем, что решения по денежно-кредитной политике влияют на финансовую стабильность и наоборот. Важно в связи с этим при формировании денежно-кредитной политики учитывать взаимные эффекты и каналы влияния. Но взаимосвязь Основных направлений ДКП и Основных направлений развития финансо-

вого рынка Российской Федерации⁴ представлена лишь в декларативном плане.

Полагаем также, что регулятор должен находить баланс между обеспечением финансовой стабильности и стимулированием деловой активности банков во взаимоотношениях с субъектами экономики. Но российский регулятор в качестве мегарегулятора финансового рынка отдает, к сожалению, предпочтение обеспечению исключительно финансовой стабильности в банковском секторе.

Было бы целесообразнее регулятору проводить оценку влияния регулятивных инноваций на экономический рост, и в случае осуществления таких оценок их результаты должны доводиться до сведения экспертного и научного сообщества. Необходима взвешенная позиция в отношении новаций в сфере регулирования, позволяющая реально оценивать перспективы их влияния на экономические процессы, достигая тем самым перевеса преимуществ над недостатками.

Согласны с утверждением, что «денежно-кредитная политика... сама по себе не может быть источником устойчивого повышения экономического потенциала», а также с тем, что «в долгосрочной перспективе факторами, определяющими потенциал роста экономики, являются изменения производительности труда и капитала, а также скорость внедрения новых технологий». Учитывая последнее, Банк России как регулятор финансового рынка должен быть заинтересован в ускорении внедрения новых технологий в банковской сфере, отдавая приоритет развитию регуляторных механизмов в области цифровой экономики. Так, ускоренное внедрение удаленных каналов обслуживания, удаленной идентификации клиентов даст кредитному каналу новый импульс развития, повышая тем самым действенность каналов денежно-кредитной трансмиссии.

В Основных направлениях ДКП также не дается оценки квазифискальному механизму финансового оздоровления кредитных организаций посредством Фонда консолидации банковского сектора. По нашему мнению, этот механизм находится в противоречии с использованием инструментов денежно-кредитной политики, так как практика их применения свидетельствует о снижении конкуренции и монополизации, что не может не

⁴ Сайт Банка России. URL: http://www.cbr.ru/finmarket/development/develop/main_directions.

оказывать влияния на цену и качество предоставляемых услуг. В частности, осуществление политики финансового оздоровления рынка негативным образом отражается на конкурентной среде рынка банковских услуг, который становится высококонцентрированным. Однако в Основных направлениях ДКП не предлагаются пути обеспечения условий равноправной конкуренции.

На наш взгляд, требуются дополнительные исследования влияния изменения пенсионного возраста на темпы роста экономики и проинфляционные риски. Банк России отмечает в Основных направлениях, что следствием реализации пенсионной реформы должно стать ежегодное дополнительное расширение численности занятых в экономике и соответственно увеличение темпов прироста ВВП при прочих равных условиях.

Согласны с тем, что реформа смягчит проблему дефицита кадров, однако ее влияние на рост ВВП не следует оценивать столь однозначно позитивно, учитывая уровень производительности труда работников предпенсионного возраста в условиях цифровизации экономики. Что же касается проинфляционных рисков, то должны дополнительно оцениваться меры Правительства РФ по поддержке указанного сегмента рынка труда.

В Основных направлениях ДКП (приложение 3) справедливо отмечается, что немонетарные факторы оказывают значительное влияние на динамику инфляции как в России в целом, так и в отдельных регионах. Данный раздел этого документа дополняет проведенное ранее Банком России исследование немонетарных факторов инфляции⁵, а также исследования в работах [14, 15]. Полагаем, что приведенная в приложении 3 классификация факторов, влияющих на инфляцию, и исследование основных каналов их влияния должны быть дополнены оценкой значимости указанных факторов, ранжированием «условно немонетарных» факторов по степени значимости (исходя из цели денежно-кредитной политики — поддержание ценовой стабильности), а уже затем (на основании полученной оценки) необходимо разработать ранжированные меры, направленные на снижение влияния выявленных наиболее значимых факторов инфляции немонетарного характера. Отсутствие

указанного выше ранжирования снижает значимость выделенных институциональных факторов, а значит, не позволяет определять приоритетные направления, на которых должно быть сосредоточено внимание Правительства РФ в деле снижения влияния немонетарных факторов.

Например, такой существенный, на наш взгляд, немонетарный риск, как коррупция, не упомянут среди прочих определенных областей влияния институциональных факторов немонетарной инфляции. К сожалению, ничего не говорится об антикоррупционной деятельности (предлагаемые меры зачастую «разбиваются» о бюрократические препоны), о мерах по борьбе с оттоком капитала.

В Основных направлениях ДКП справедливо подчеркивается, что управление немонетарными факторами должно реализовываться посредством комплексных мер, так как они затрагивают различные сектора экономики, предполагают взаимодействие федеральных и региональных органов власти. Должно быть обеспечено тесное взаимодействие Банка России, Минфина России, Минэкономразвития России и других министерств и ведомств.

На стадии прогнозирования целесообразно ограничить Банку России полномочия, сделав его ответственным только за монетарную составляющую инфляции и закрепив ответственность за немонетарную составляющую за Правительством РФ, что позволило бы более эффективно воздействовать на инфляционные процессы, не нанося ущерба интересам развития отраслей, осуществляющих производство продукции для несырьевого экспорта и внутреннего потребления.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ВАЛЮТНОЙ СФЕРЫ

В Основных направлениях ДКП валютной политике придается статус вспомогательного инструмента в осуществлении стратегии таргетирования инфляции. Динамика валютного курса расценивается только как один из многочисленных факторов, влияющих на инфляцию, а не как самостоятельный инструмент макроэкономического регулирования, создающий условия для поддержания стабильности отечественного финансового рынка.

Повышение волатильности на российском валютном рынке и падение курса рубля в апреле и августе 2018 г. позволяют делать вывод, что длительный турбулентный период на российском валютном рынке пока не закончился и еще со-

⁵ Доклад Банка России «О немонетарных факторах инфляции и мерах по снижению ее волатильности» (октябрь 2017 г.). URL: <http://www.cbr.ru/Content/Document/File/25502/nfi.pdf>.

храняется ряд серьезных проблем. В частности, это касается начавшихся примерно десять лет назад периодических девальваций рубля. Так, девальвации нередко носят достаточно резкий характер (например, весной и летом 2018 г.), причем, по оценкам международных экспертов, подобные девальвации оказывают негативное воздействие на экономику России и других стран с развивающимися рынками, тормозя инвестиции и экономический рост, что также снижает спрос на экспортные товары западных стран.

Обеспечение стабильного курса национальной валюты особенно актуально для России в условиях нестабильности нефтяных цен, а также действия антироссийских санкций. Кроме того, курсовая стабильность крайне важна для обеспечения более активного использования рублей в международных расчетах [16]. О необходимости повышения роли рублей в расчетах по внешнеторговым сделкам неоднократно говорил Президент Российской Федерации В. В. Путин. В этой связи важно формирование прочных внутренних основ сохранения стабильности валютно-финансовой сферы как основополагающего механизма роста и улучшения качества роста экономики в целом.

Введение режима свободного плавления рубля в конце 2014 г. способствовало резкому росту волатильности его курса. В 2015 г. рубль был самой волатильной среди валют других стран.

Последовавшее за этим резкое падение курса рубля существенно осложнило развитие экономики, дало толчок значительному росту инфляции, затруднило нормальное экономическое планирование, создав проблемы для эффективной экономической деятельности.

Долгосрочный стабильный реальный курс рубля позволит обеспечить устойчивость валютной сферы ввиду того, что курсовая волатильность благоприятствует осуществлению спекулятивных операций, которым крайне нежелательна устойчивая среда. Одним из факторов, способствующих удешевлению и удлинению сроков предоставления кредитов для реального сектора экономики, является предсказуемость курсовых рисков. При этом российская экономика и регуляторы обладают необходимыми для этого рычагами.

Воздействие валютного курса на экономику носит разнонаправленный характер, поэтому необходимо использовать его в комплексе с другими регулирующими механизмами и рычагами. В частности, для защиты внутреннего рынка могут применяться инструменты тарифной политики (квоты, субсидии и др.), а для увеличения бюджетных доходов — иные механизмы, например повышение эффективности сбора налогов и т. д.

В целом устойчивый предсказуемый валютный курс — важный фактор обеспечения стабильного развития национальной экономики.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Современная российская экономика, отличающаяся значительными структурными дисбалансами, высокой степенью открытости и зависимостью финансовой устойчивости от экспорта преимущественно энергоносителей, не готова к одновременным рискам инфляции/дефляции, с одной стороны, и свободного плавления курса рубля, с другой стороны. Представляется логичным в сложившейся ситуации дополнить модель таргетирования инфляции 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 с возможной коррекцией границ коридора в случае значительных резких изменений внешнеэкономических условий. Это позволит уменьшить 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.

В целом эксперты Финансового университета положительно оценивают Основные направления ДКП, но полагают, что они могут быть дополнены и конкретизированы с учетом отмеченных замечаний и предложений.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Abramova M. A., Dubova S. E., Maslennicov V. V. The role of the monetary policy credit channel in stimulating economic development. *Financial and Economic Tools Used in the World Hospitality Industry*:

- Proceedings of the 5th International Conference on Management and Technology in Knowledge, Service, Tourism & Hospitality 2017* (SERVE 2017), 21–22 October 2017 & 30 November 2017. Bali, Indonesia & Moscow, Russia; 2018:63–66.
2. Денежно-кредитная политика России: новые вызовы и перспективы. Монография. Эскиндаров М.А., ред. М.: Кнорус; 2016.
 3. Бюджетно-налоговые и денежно-кредитные инструменты достижения финансовой стабильности и обеспечения экономического роста. Абрамова М.А., ред. Москва: Кнорус; 2017.
 4. Эскиндаров М.А., Масленников В.В., Абрамова М.А., Лаврушин О.И., Гончаренко Л.И., Соляникова С.П., Морковкин Д.Е., Абдикеев Н.М. Стратегия ЦСР 2018–2024 гг.: лозунги, мифы и реальность (позиция экспертов Финансового университета). Вестник Финансового университета. 2017;21(3):6–24.
 5. Абрамова М.А., Лаврушин О.И., Дубова С.Е., Ларионова И.В., Масленников В.В. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019–2020 годов: мнение экспертов Финансового университета. *Экономика. Налоги. Право*. 2018;11(10):6–9.
 6. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Ершов М.В. и др. Как придать импульс развитию российской экономики: приоритеты действий (предложения к Основным направлениям деятельности Правительства РФ до 2024 г.) *Финансы: теория и практика*. Спецвыпуск. 2018; июль:4–15.
 7. Абрамова М.А., Красавина Л.Н., Лаврушин О.И. и др. 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):6–15.
 8. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Трофимов Д.В. К вопросу о немонетарных факторах инфляции. *Банковские услуги*. 2017;(10):2–9.
 9. Лаврушин О.И. Совершенствование регулирования банковской деятельности и формирование ее новой модели. *Банковское право*. 2018; июль-август(4).
 10. Абрамова М.А., Игонина Л.Л. Денежно-кредитные факторы активизации внутреннего инвестиционного спроса в российской экономике. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(1):128–143.
 11. Основные факторы уязвимости банковского сектора и их минимизация в условиях цикличности экономического развития. Лаврушин О.И., ред. Рига: SIA Finansu Universtate; 2017. 170 с.
 12. Дубова С.Е. Особенности нормативного регулирования деятельности коммерческих банков в нестабильной экономической среде. *Известия высших учебных заведений. Серия Экономика, финансы и управление производством*. 2016;30(4):3–10.
 13. Ларионова И.В. О приведении банковского регулирования в соответствие со стандартами Базельского комитета по банковскому надзору (Базель III) в условиях нестабильной экономической ситуации. М.: КНОРУС; 2018. 190 с.
 14. Gerlach-Kristen P., Moessner R. and Rosenblatt-Wisch R. Computing Long-Term Market Inflation Expectations for Countries without Inflation Expectation Markets. *Russian Journal of Money and Finance*. 2018;77(3):23–48. DOI: 10.31477/rjmf.201803.23
 15. Bauer M.D. Inflation Expectations and the News. *International Journal of Central Banking*. 2015;11(2):1–40.
 16. Ершов М.В. Возможности роста в условиях валютных провалов в России и финансовых пузырей в мире. *Вопросы экономики*. 2015;(12):32–50.

REFERENCES

1. Abramova M. A., Dubova S. E., Maslennikov V. V. The role of the monetary policy credit channel in stimulating economic development. *Financial and Economic Tools Used in the World Hospitality Industry: Proceedings of the 5th International Conference on Management and Technology in Knowledge, Service, Tourism & Hospitality 2017* (SERVE 2017), 21–22 October 2017 & 30 November 2017. Bali, Indonesia & Moscow, Russia; 2018:63–66.
2. Monetary policy of Russia: new challenges and prospects. Eskindarov M. A., ed. Moscow: Knorus; 2016. 120 p. (In Russ.).

3. Fiscal and monetary instruments to achieve financial stability and economic growth: a monograph. Abramova M.F., ed. Moscow: Knorus; 2017. 201 p. (In Russ.).
4. Eskinarov M.A., Maslennikov V.V., Abramova M.A., Lavrushin O.I., Goncharenko L.I., Solyannikova S.P., Morkovkin D.E., Abdikeev N.M. Strategy of the CSR 2018–2024: slogans, myths and reality (the position of experts of the Financial University). *Vestnik Finansovogo universiteta = Herald of the Financial University*. 2017;21(3):6–24. (In Russ.).
5. Abramova M.A., Lavrushin O.I., Dubova S.E. et al. The main directions of the unified state monetary policy for 2017 and the period 2018 and 2019: expert opinion. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2017;10(1):6–20. (In Russ.).
6. Abramova M.A., Dubova S.E., Ershov M.V. et al. How to give impetus to the development of the Russian economy: priorities for action (proposals for the Main Directions of the Government of the Russian Federation until 2024) *Finansy: teoriya i praktika = Finance: theory and practice*. 2018; special issue; july:4–15. (In Russ.).
7. Abramova M.A., Krasavina L.N., Lavrushin O.I. et al. Key aspects of modern monetary policy of Russia: expert opinion (based on materials of the “Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2016 and the Period of 2017 and 2018”). *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2016;(10):6–15. (In Russ.).
8. Abramova M.A., Dubova S.E., Trofimov D.V. On the issue of non-monetary factors of inflation in Russia (opinion of experts of the Financial University on the report of the Bank of Russia “On non-monetary factors of inflation and measures to reduce its volatility”). *Bankovskiyе uslugi = Banking services*. 2017;(10):2–10. (In Russ.).
9. Lavrushin O.I. Improving the regulation of banking and the formation of its new model. *Bankovskoye parvo = Banking Law*. 2018;(4)(july-august). (In Russ.).
10. Abramova M.A., Igonina L.L. Monetary factors of activating domestic investment demand in the Russian economy. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(1):128–143. (In Russ.).
11. The main factors of vulnerability of the banking sector and their minimization in the conditions of cyclical economic development. Lavrushin O.I., red. Riga: SIA Finansu Universtate; 2017. 170 p. (In Russ.).
12. Dubova S.E. Features of the normative regulation of commercial banks in an unstable economic environment. *Izvestiya vysshikh uchebnykh zavedeniy. Seriya. Ekonomika, finansy i upravleniye proizvodstvom = News of higher educational institutions. Series. Economy, finance and production management*. 2016;(4):3–10. (In Russ.).
13. Larionova I.V. On bringing bank regulation in accordance with the standards of the Basel Committee on Banking Supervision (Basel III) in an unstable economic situation. Moscow: Knorus; 2018. 190 p. (In Russ.).
14. Gerlach-Kristen P., Moessner R. and Rosenblatt-Wisch R. Computing Long-Term Market Inflation Expectations for Countries without Inflation Expectation Markets. *Russian Journal of Money and Finance*. 2018;77(3):23–48. DOI: 10.31477/rjmf.201803.23
15. Bauer M.D. Inflation Expectations and the News. *International Journal of Central Banking*. 2015;11(2):1–40.
16. Ershov M.V. The Opportunities of Growth in the Environment of Currency Collapses in Russia and Financial Bubbles in the World. *Voprosy Ekonomiki = Issues of Economics*. 2015;(12):32–50. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Марина Александровна Абрамова — доктор экономических наук, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия
mabramova@fa.ru

Светлана Евгеньевна Дубова — доктор экономических наук, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия
sedubova@fa.ru

Ольга Владимировна Захарова — ст. преподаватель Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия
ovzaharova@fa.ru

Михаил Владимирович Ершов — доктор экономических наук, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия
mvershov@fa.ru

Олег Иванович Лаврушин — доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия
olavrushin@fa.ru

ABOUT THE AUTHORS

Abramova Marina A. — Dr. Sci. (Econ.), Professor, the Financial Markets and Banks Department, Financial University, Moscow, Russia
mabramova@fa.ru

Dubova Svetlana E. — Dr. Sci. (Econ.), Professor, the Financial Markets and Banks Department, Financial University, Moscow, Russia
sedubova@fa.ru

Zakharova Olga V. — Senior Lecturer, the Financial Markets and Banks Department, Financial University, Moscow, Russia
ovzaharova@fa.ru

Yershov Mikhail V. — Dr. Sci. (Econ.), Professor, the Financial Markets and Banks Department, Financial University, Moscow, Russia
mvershov@fa.ru

Lavrushin Oleg I. — Dr. Sci. (Econ.), Professor, Head of the Financial Markets and Banks Department, Financial University, Moscow, Russia
olavrushin@fa.ru

Заявленный вклад авторов:

Абрамова М.А. — научное руководство исследованием, заключение по целям и принципам современной денежно-кредитной политики.

Дубова С.Е. — заключение по особенностям регулятивных инноваций в банковском секторе.

Ершов М.В. — заключение по валютной проблематике современной денежно-кредитной политики.

Захарова О.В. — заключение по проблемам ликвидности банковского сектора.

Лаврушин О.И. — заключение по проблемам использования кредита в денежно-кредитном регулировании.

Authors' declared contribution:

Abramova M.A. — scientific guidance, opinion on the goals and principles of the modern monetary policy.

Dubova S.E. — opinion on the specifics of regulatory innovations in the banking sector.

Yershov M.V. — opinion on the currency issues of the modern monetary policy.

Zakharova O.V. — opinion on the banking sector liquidity problems.

Lavrushin O.I. — opinion on the problems of credit use in the monetary regulation.

Статья поступила: 11.11.2018; принята к публикации: 10.01.2019.

The article was received 11.11.2018; accepted for publication 10.01.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The authors read and approved the final version of the manuscript.