

DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-1-6-16  
УДК 336.7+330.34(045)  
JEL E5, E6, G21

## Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов: мнение экспертов Финансового университета

М.А. Абрамова<sup>1</sup>, С.Е. Дубова<sup>2</sup>, М.В. Ершов<sup>3</sup>, Е.А. Звонова<sup>4</sup>, В.В. Масленников<sup>5</sup>, В.Я. Пищик<sup>6</sup>

Финансовый университет, Москва, Россия

<sup>1</sup> <https://orcid.org/0000-0001-9338-8478>; <sup>2</sup> <https://orcid.org/0000-0002-7033-1206>;

<sup>3</sup> <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>; <sup>4</sup> <https://orcid.org/0000-0002-8923-860X>;

<sup>5</sup> <https://orcid.org/0000-0001-6199-9979>; <sup>6</sup> <https://orcid.org/0000-0002-9013-7670>

### АННОТАЦИЯ

*Предмет исследования* — основные проблемы единой государственной денежно-кредитной политики на среднесрочный период 2021–2023 гг. *Цель работы* — на основе экспертизы стратегического документа Банка России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов» оценить сформированную единую государственную денежно-кредитную политику на ближайшую перспективу в рамках поставленной Правительством РФ задачи перехода России к опережающему развитию. Рассмотрены роль денежно-кредитной политики в обеспечении устойчивого экономического роста России в условиях нестабильной макроэкономической ситуации, формирование длинных денег в экономике, взаимосвязь денежно-кредитной и валютной политики, денежно-кредитной и макропруденциальной политики, особенности основных инструментов денежно-кредитной политики, предполагаемых к использованию в рамках трансмиссионного механизма. На основании анализа предполагаемой денежно-кредитной политики в целом положительно оцениваются сформированные Банком России совместно с Правительством РФ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов, за исключением ряда положений, которые должны быть скорректированы в процессе непосредственной реализации указанного документа.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика; каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики; сценарии развития; процентная политика; антиинфляционная политика; валютная политика

**Для цитирования:** Абрамова М.А., Дубова С.Е., Ершов М.В., Звонова Е.А., Масленников В.В., Пищик В.Я. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов: мнение экспертов Финансового университета. *Экономика. Налоги. Право.* 2021;14(1):6-16. DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-1-6-16

## On the Reference Directions of the Unified State Monetary Policy for 2021 and the Period 2022 and 2023: Financial University Experts' Opinion

M.A. Abramova<sup>1</sup>, S.E. Dubova<sup>2</sup>, M.V. Ershov<sup>3</sup>, E.A. Zvonova<sup>4</sup>, V.V. Maslennikov<sup>5</sup>, V.Y. Pishik<sup>6</sup>

Financial University, Moscow, Russia

<sup>1</sup> <https://orcid.org/0000-0001-9338-8478>; <sup>2</sup> <https://orcid.org/0000-0002-7033-1206>;

<sup>3</sup> <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>; <sup>4</sup> <https://orcid.org/0000-0002-8923-860X>;

<sup>5</sup> <https://orcid.org/0000-0001-6199-9979>; <sup>6</sup> <https://orcid.org/0000-0002-9013-7670>

### ABSTRACT

*The subject of the study* is the main problems of the unified state monetary policy for the medium-term period 2021–2023. *The aim of the work* is to assess a single state monetary policy for the near future in the framework set by the Government of the Russian Federation the problem of the transition to accelerated development of Russia based on examining

© Абрамова М.А., Дубова С.Е., Ершов М.В., Звонова Е.А., Масленников В.В., Пищик В.Я., 2021

the strategic document of the Bank of Russia “The Basic Directions of Uniform State Monetary Policy for 2021, and the period of 2022 and 2023”. The issues of the role of monetary policy in ensuring sustainable economic growth in Russia in an unstable macroeconomic situation, the formation of long money in the economy, the relationship of monetary and money-and-credit policy, monetary and macroprudential policy, the features of the major instruments of monetary policy intended for use in the framework of the transmission mechanism are considered. Based on the analysis of the proposed monetary policy, the main directions of the unified state monetary policy for 2021 and the period 2022 and 2023 formed by the Bank of Russia together with the Government of the Russian Federation are generally positively assessed, with the exception of a number of provisions that should be adjusted in the process of direct implementation of this document.

**Keywords:** monetary policy; channels of the monetary policy transmission mechanism; development scenarios; interest rate policy; anti-inflationary policy; currency policy

**For citation:** Abramova M.A., Dubova S.E., Ershov M.V., Zvonova E.A., Maslennikov V.V., Pishik V.Y. On the reference directions of the unified state monetary policy for 2021 and the period 2022 and 2023: opinion of experts of the Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2021;14(1):6-16. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-1-6-16

## ВВЕДЕНИЕ

Принципы, цели и инструменты денежно-кредитной политики (далее — ДКП) Банка России, приведенные в его стратегическом документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов»<sup>1</sup> (далее — Документ), сохраняют свою преемственность и актуальность в условиях нестабильной современной экономической ситуации и в основном идентичны принципам, целям и инструментам ДКП, изложенным Банком России в своих предыдущих программных документах, в частности в прошлогоднем документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов». В отношении цели ДКП справедлива отсылка Банка России к Конституции Российской Федерации, более четко прописаны взаимосвязь ценовой стабильности и сбалансированного и устойчивого экономического роста, условия заемного финансирования для компаний, уменьшение валютизации обязательств и активов в экономике. Банк России в очередной раз подчеркивает, что ДКП создает важные условия для развития экономики, которая сама по себе не может служить источником устойчивого повышения экономического потенциала.

Макроэкономический подход к отражению целей ДКП в Документе обеспечивает прозрачность коммуникации, формирует доверие к институту Центрального банка, которое рассматривается в настоящее

время как специфический инструмент регулирования и реализации ДКП. Считаем, что для повышения прозрачности и четкости коммуникации относительно перспектив ДКП полезной является новация регулятора — планируемая публикация траектории ключевой ставки, так как расширение информационной открытости повысит эффективность применяемого сегодня режима таргетирования инфляции. Чем быстрее Банк России начнет применение такого подхода, предполагающего заявление о намерениях (*forward guidance*), тем лучше будет развиваться ситуация на российском финансовом рынке и в экономике в целом. Отметим, что данный инструмент стал активно применяться в ведущих развитых странах после глобального финансового кризиса, и с тех пор он является одним из важных рычагов влияния регуляторов на условия финансовых рынков.

Из материалов Документа следует, что Банк России продолжает соблюдать обозначенные в предыдущих документах принципы ДКП. Более четко в нем прописаны принципы формирования ключевой ставки — на основе макроэкономических прогнозов — с указанием на то, что решения по ДКП всегда принимаются в условиях неполной определенности, что также способствует обеспечению прозрачности коммуникаций и росту доверия к Банку России.

Положительно оцениваем более «точечное» обращение Банка России к другим направлениям экономической политики, прежде всего к бюджетно-налоговой политике, проблемам взаимодействия денежно-кредитных инструментов и бюджетного правила.

В целом несмотря на то, что Документ заслуживает положительной оценки и представляет интерес

<sup>1</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов (в ред. от 05.11.2020). URL: [http://www.cbr.ru/about\\_br/publ/ondkp/on\\_2021\\_2023](http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2021_2023).

как для специалистов, так и для широких слоев населения, считаем возможным сделать несколько замечаний.

### ЗАДАЧИ ПЕРЕХОДА К ОПЕРЕЖАЮЩЕМУ РАЗВИТИЮ РОССИИ

Ежегодный анализ подготавливаемых Банком России Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на соответствующий период позволяет сделать вывод о последовательно расширяющемся осознании регулятором не обособленного от интересов устойчивого развития экономики России функционирования Банка России. Реалии деградации экономического положения страны и последовательной сдачи своих позиций в мировой экономической системе, а также задачи, поставленные руководством страны по переходу к опережающему развитию России, заставляют, видимо, составителей Документа уделять больше внимания особенностям кризисного состояния экономики. При этом задача достижения Россией целевого уровня инфляции в 4% остается основополагающей и неизменной. Однако декларируемое в Документе снижение зависимости российской экономики от внешних факторов вызывает сомнения, поскольку оно не зависит от опережающего роста внутренних сегментов российской экономики и является следствием как фундаментальных, так и конъюнктурных изменений цен на товары российского экспорта и связанного с ним уменьшения доли сырьевого экспорта в структуре российского ВВП.

### СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА

Банк России представил четыре сценария развития российской экономики на среднесрочном горизонте — базовый и три альтернативные (проинфляционный, дезинфляционный, рисковый). При этом в отличие от предыдущих лет цена на нефть больше не является основным критерием отличия сценариев, так как ее влияние оценивается в комплексе с другими факторами, в том числе с не менее значимыми показателями — объемами добычи. Банк России исходил при составлении прогнозов из возможных допущений влияния пандемии коронавируса на скорость восстановления спроса, а также на глубину падения потенциального вы-

пуска, в том числе принимая во внимание возможные отложенные эффекты вследствие ограничений экономической активности. Различные сценарии Банка России основываются на комбинации этих допущений.

Динамика эпидемиологических рисков и траектория потенциального выпуска, обуславливающие построение Банком России альтернативных сценариев, являются лишь частью факторов, влияющих на процесс восстановления экономической активности и финансовых рынков.

Некоторые положения Документа носят формально верный, но далекий от реальности теоретический характер. Например, в нем содержатся рассуждения о том, что контрциклическая роль ДКП проявляется в том, что в ситуации, при которой темпы роста и уровень совокупного спроса начинают опережать производственные возможности экономики, она отклоняется «вверх от потенциала». Для предотвращения ее перегрева и связанных с этим отклонением инфляции и инфляционных ожиданий «вверх от цели» необходимо временное повышение ключевой ставки выше ее нейтрального уровня. Ужесточение ДКП позволит вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, а инфляцию — к цели. Учитывая, что последние семь лет экономика России стагнировала в благоприятные периоды, а в остальное время падала (темпы роста ВВП колебались в 2013–2019 гг. от 3,7% (по уточненным данным — 2,3%) до 2,3%, а в 2020 г. согласно прогнозу самого же Банка России ожидалось падение на 4–5%), подобные рассуждения выглядят весьма странно. В то же время они ложатся в основу конкретных планов, находящих свое воплощение в альтернативных сценариях снижения темпов прироста денежной массы с 14–17% в 2020 г. до 8–12% в 2021 г. при базовом и проинфляционном вариантах или 6–10% и 4–8% соответственно в случае дезинфляционного и рискового вариантов. Следует отметить, что делаются оптимистические оценки прироста ВВП: 3–4% при базовом сценарии, 2,5–3,5% при проинфляционном сценарии, 1–2% при дезинфляционном сценарии и 0,5–0,5% при рисковом сценарии. Поскольку именно проводимое Банком России в 2020 г. смягчение ДКП способствовало предотвращению более глубокого спада в российской экономике, то очевидно, что описанное планируемое «притормаживание» роста денежной массы в следующем году будет оказывать сдерживающее воздействие на восстановление отечественной экономики.

В результате получается, что базовый сценарий Банка России является лучшим из возможных сценариев, а Банк России принимает решения по ДКП на основе оптимистичного макроэкономического прогноза, который, по нашему мнению, неполный, так как выводит из поля рассмотрения другие возможные варианты развития.

### ПАДЕНИЕ ДОХОДОВ НАСЕЛЕНИЯ

В Документе отмечается, что из-за изменения экономических условий регулятор вынужден ограничивать не проинфляционные, а дезинфляционные риски, связанные с существенным падением совокупного спроса, с чем следует согласиться. Одной из наиболее острых проблем согласно исследованию РСПП, приведенному в приложении 2 Документа, является падение потребительского спроса. Там же отмечается, что на восприятие населением инфляции сильное влияние оказывают падение доходов, снижение уровня жизни людей. По оценкам регулятора наибольшее сокращение ВВП по II квартале 2020 г., составившее 8,5%, обусловлено снижением потребления домохозяйств, которое стало результатом уменьшения на 8% реальных располагаемых доходов населения, а также значительного сокращения розничной торговли и сектора услуг.

С учетом значимости указанного фактора, а также того, что в сценариях макроэкономического прогноза регулятор планирует отныне использовать не цены на нефть как прежде, а предпосылки фактического и потенциального темпов роста ВВП в российской и мировой экономике на прогнозном горизонте, Банку России следует оценивать влияние падения/роста реальных располагаемых доходов населения на темпы инфляции. Видится, что увеличение реальных располагаемых доходов населения после пандемии коронавируса могло бы позитивно повлиять на темпы восстановления экономики, качество кредитных портфелей коммерческих банков, а в перспективе поддержать экономический рост. Однако без должной оценки последствий для инфляции подобного решения реализация подобных предложений видится преждевременной.

### ФОРМИРОВАНИЕ ДЛИННЫХ ДЕНЕГ В ЭКОНОМИКЕ

В условиях дефицита бюджета, необходимости финансирования национальных проектов крайне важно обеспечить экономику доступными

длинными деньгами. В формировании таких ресурсов важная роль принадлежит Центральному банку. На это указал Президент Российской Федерации В.В. Путин в послании Федеральному Собранию в 2020 г.: «Для уверенного роста инвестиций экономике нужны так называемые длинные деньги. Это мы все хорошо знаем. *Это прямая ответственность Банка России*»<sup>2</sup> (выделено нами). Важность длинных денег, которые будут доступны реальной экономике, повышается в условиях нестабильности и кризисов. Банк России уделяет этой проблеме в Документе неоправданно мало внимания.

Представляется целесообразным рассмотреть возможность внедрения механизмов формирования длинных денег посредством взаимодействия ЦБ РФ и Минфина России. В процессе применения данного механизма Центральный банк выступает в роли одного из ключевых покупателей облигаций Минфина России, что позволяет ему финансировать реальную экономику, не перемещая средства из одних секторов экономики в другие. Именно так происходит в ведущих экономиках мира, где 85–95% денежной базы национальной валюты состоит из национальных госбумаг. В условиях, когда перед российской экономикой стоят такие важные системные задачи, как реализация масштабных национальных проектов, улучшение благосостояния граждан, ускорение темпов роста экономики и др., и возникает необходимость в ее восстановлении после пандемии коронавируса, приобретает еще большую актуальность проблема обеспечения экономики длинными деньгами.

### ФОРМИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОЙ БАЗЫ КАК ОСНОВЫ РОСТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

В Документе заслуживает одобрения планируемое обеспечение прироста денежной базы в первую очередь за счет внутренних источников, о чем свидетельствуют сокращение чистых международных резервов и повышение чистых внутренних активов (приложение 7, табл. 1 Документа). В нынешних кризисных условиях данная мера представляется оправданной, поскольку в результате уменьшается зависимость российской финансо-

<sup>2</sup> Послание Президента РФ Путина В.В. Федеральному Собранию Российской Федерации 15 февраля 2020 г. URL: <http://kremlin.ru/events/president/news/62582>.

вой системы от внешних источников и повышается роль внутренних ресурсов. Но денежная масса будет формироваться таким образом только в течение одного года, а затем на первый план выйдут внешние источники фондирования со всеми своими рисками (зависимостью от санкций, волатильностью и т.д.).

## УСТОЙЧИВОСТЬ РУБЛЯ И ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА

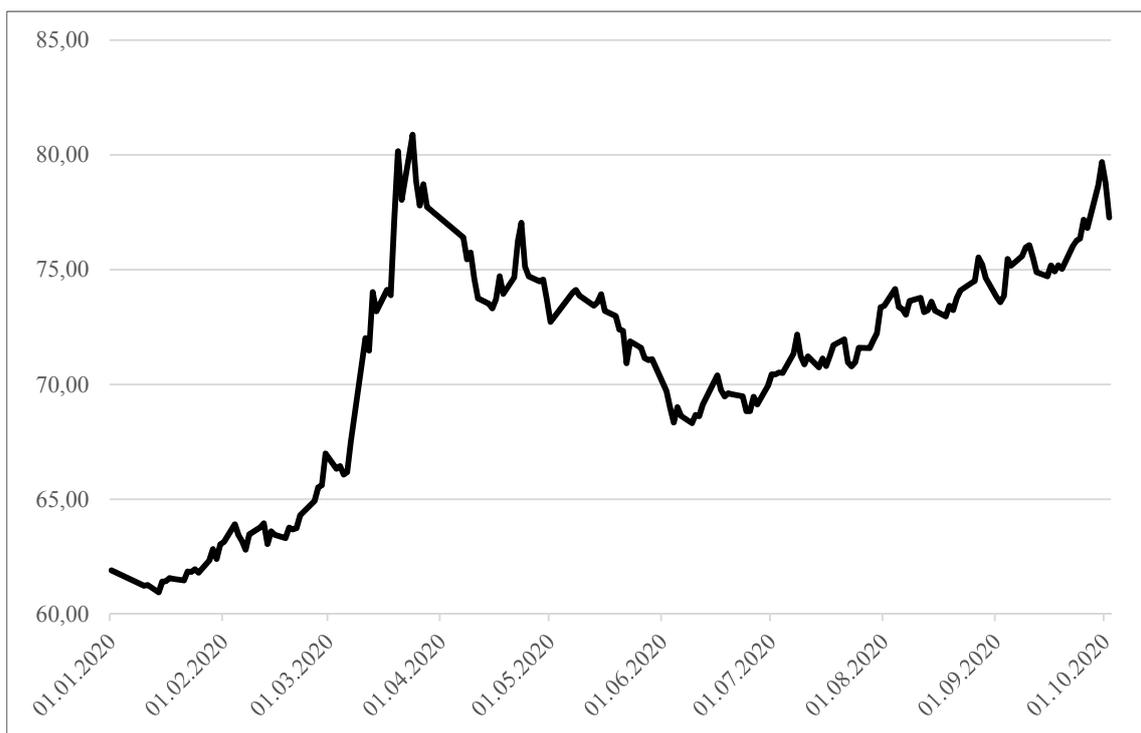
По мнению Банка России, устойчивость рубля, достигаемая посредством поддержания ценовой стабильности, служит в том числе основой для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста. При этом ценовая стабильность означает устойчиво низкую инфляцию. Таким образом, понятие устойчивости национальной валюты (рубля) сведено к понятию уровня инфляции, т.е. редуцировано до устойчивости покупательной способности, а фактор курса национальной валюты выпадает из сферы текущего регулирования со стороны Банка России. Плавающему валютному курсу отведена роль встроенного стабилизатора, позволяющего экономике подстраиваться под изменение внешних условий и сглаживать их влияние. Такая логика представляется по меньшей мере странной, учитывая чрезвычайно высокую зависимость экономики России от экспорта и импорта, а значит, от курса национальной валюты. Наблюдаемая при этом хронически высокая волатильность курса рубля как раз и обеспечивает трансляцию внешних шоков на экономику России. Проведенные исследования подтверждают обоснованность режима регулируемого валютного курса рубля, создающего оптимальные условия для устойчивого прогнозируемого развития экспортно-импортных операций [1–3].

На с. 9 Документа заявлено, что в рамках режима таргетирования инфляции необходимым условием эффективного влияния ДКП на экономику выступает плавающий валютный курс. При наличии низкой гибкости курсообразования валютные интервенции Центрального банка, оказывая влияние на ликвидность банковского сектора, обуславливают высокую зависимость состояния денежного и финансового рынков от изменений внешнеэкономической конъюнктуры, уменьшая возможности ЦБ РФ осуществлять независимое управление процентными ставками, и тем самым снижают эффективность ДКП.

В сложившихся непростых условиях функционирования российской экономики заложенная в механизме монетарной политики автоматическая рыночная «подстройка» экономики требует внесения корректив в концепцию ДКП, что обусловлено изменениями внутренних и внешних условий функционирования российской экономики. В 2020 г. под влиянием *COVID-19* социально-экономическая ситуация в мире в целом и в России в частности существенно ухудшилась по сравнению с предыдущими годами.

Снижение внешнего и внутреннего инвестиционного и потребительского спроса негативно отражается на объеме и динамике экспортно-импортных операций платежного баланса. В соответствии с базовым сценарием Банка России, представленном в Документе, объем российского товарного экспорта должен был снизиться с 420 млрд долл. США в 2019 г. до 286 млрд долл. США в 2020 г., а импорта за тот же период — с 265 до 228 млрд долл. США. В этой связи в условиях падения мировых цен на энергетическое сырье Правительством РФ предпринимаются меры финансовой и нефинансовой поддержки российского несырьевого экспорта в целях преодоления негативных тенденций во внешней торговле. В Указе Президента Российской Федерации от 21.07.2020 № 474 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года» в рамках реализации национальной цели по обеспечению достойного, эффективного труда и успешного предпринимательства поставлена задача достижения в период до 2030 г. реального роста экспорта несырьевых неэнергетических товаров на уровне не менее 70% по сравнению с показателем 2020 г.

В новой геоэкономической реальности в условиях пандемии *COVID-19*, наряду с другими инструментами поддержки российской экономики, в том числе внешнего сектора, повышается роль валютного курса рубля. В настоящее время механизм такой поддержки реализуется через применяемое Минфином России бюджетное правило в версии, действующей с 2017 г. Банк России реализует в этом механизме функцию оператора сделок с иностранной валютой на внутреннем рынке для пополнения или использования международных резервов. Количественным ориентиром при проведении интервенционных операций с валютой служит в данном случае не официально установленный уровень или диапазон валютного курса рубля, а определяемая Минфином России пороговая цена на нефть (в настоящее время



**Рис. / Fig. Динамика курса доллара США к российскому рублю в период с 1 января по 2 октября 2020 г. / Dynamics of the US dollar exchange rate against the Russian ruble in the period from January 1 to October 2, 2020**

Источник / Source: построено по данным Банка России / built according to the Bank of Russia. URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/micex\\_doc](https://www.cbr.ru/hd_base/micex_doc).

42,4 долл./баррель). В период обострения коронавирусной инфекции в мире в марте-апреле 2020 г., сопровождавшегося значительным падением цены на нефть, Банк России прибег к дополнительному использованию механизма валютных интервенций, помимо стандартных операций по продаже валюты из ФНБ на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила.

Так, с 10 марта по 12 мая 2020 г. Банк России проводил интервенции в форме упреждающих продаж иностранной валюты с целью сдерживания резкого падения курса рубля, а также в рамках сделки по приобретению акций Сбербанка при цене нефти марки *Urals* ниже 25 долл./баррель. Активность продаж валюты зависела от глубины падения нефтяных цен, и их общий объем в рамках дополнительного механизма валютных интервенций составил 504 млрд руб. После относительной нормализации цены на нефть в мае 2020 г. продажи валюты в рамках данного механизма интервенций были остановлены.

По сути, несмотря на официально действующий режим свободно плавающего валютного курса рубля, Банк России «де факто» осуществляет в рамках бюджетного правила и новых дополнительных меха-

низмов валютные интервенции, регулируя спрос/предложение на иностранную валюту. Особенностью данного механизма интервенций является распределение функций в их проведении между ЦБ РФ и Минфином России. Объем и результаты купли/продажи валюты напрямую зависят от конъюнктуры мирового рынка энергоносителей. В период с начала года и до 21 сентября 2020 г. включительно нетто-продажи Банка России на валютном рынке составили 522 млрд руб. При этом волатильность курса рубля в 2020 г. оставалась высокой (см. рисунок).

Дуализм действующей институциональной конструкции поддержания валютной устойчивости основан на согласованной политике Минфина России и ЦБ РФ: Минфин России продает иностранную валюту из ФНБ для компенсации выпадающих нефтегазовых доходов бюджета, а ЦБ РФ проводит симметричные операции на открытом рынке, хотя «де юре» делать это он не обязан. В соответствии со ст. 75 Конституции Российской Федерации защита и обеспечение устойчивости рубля являются функцией Банка России, которую он реализует независимо от других органов государственной власти.

В целях устранения правовой коллизии, связанной с дуализмом ответственности за проведение монетарной политики между денежными и финансовыми властями, целесообразно закрепить в отдельном правовом акте ответственность сторон в рамках сложившейся де факто институциональной конструкции поддержания валютной устойчивости.

Кроме того, с учетом совместного участия денежных и финансовых властей в операциях на валютном рынке, возникает объективная необходимость отражения этих новых реалий в концепте монетарной политики. Действующий режим таргетирования инфляции с ориентиром на поддержание роста потребительских цен на установленном уровне должен дополняться фундаментально обоснованным диапазоным ориентиром поддержания обменного курса рубля с учетом внутренних и внешних факторов, что повысит прозрачность и предсказуемость валютной политики ЦБ РФ и Минфина России. При расчете равновесного для участников внешнеэкономической деятельности курсового диапазона следует учитывать сложившуюся ситуацию на российском и мировых товарных и сырьевых рынках, а также возможность прогнозирования возникающих издержек как экспортеров продукции, так и импортеров дорогостоящего высокотехнологичного оборудования и других товаров.

Предлагаемые изменения в концепции монетарной политики следует дополнить мерами ответственного валютного регулирования и валютного контроля с использованием имеющихся в распоряжении денежных властей инструментов сглаживания волатильности обменного курса российского рубля.

### **СОПРЯЖЕННОСТЬ ДКП И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ**

Следует отметить системный подход, применяемый Банком России к оценке мер в области макропруденциальной политики и их влияния на динамику показателей финансового сектора, а также учет полученных эффектов при выработке решений в области ДКП. В условиях разделения целеполагания между макропруденциальной и денежно-кредитной политикой, которого придерживается российский регулятор, применение подобного подхода служит залогом эффективности обеих политик, а ДКП позволяет в полной мере сосредоточиться на поддержании ценовой стабильности.

### **ПРОПОРЦИОНАЛЬНОЕ И РИСКОРИЕНТИРОВАННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ**

Следует поддержать тезисы о повышении привлекательности кредитования компаний реального сектора для банков в условиях внедрения пропорционального и рискориентированного банковского регулирования, а также о существенном влиянии указанных процессов на действенность ДКП (с. 21 Документа). В наших исследованиях мы также обращали внимание на этот аспект как перспективный, отмечая возможности и риски применения пропорционального регулирования для различных типов банков [4–7]. Между тем неясным остается вопрос, о каких изменениях финансового рынка пишет в Документе регулятор, которые «постепенно» будут оказывать влияние на трансмиссионный механизм ДКП по мере развития финансового рынка.

### **ИЗМЕНЕНИЕ В МЕХАНИЗМАХ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

Заслуживает поддержки намерение Банка России с 2022 г. определять своих контрагентов по операциям предоставления ликвидности на внутреннем финансовом рынке на основе информации о кредитных рейтингах вместо информации об их отнесении к той или иной классификационной группе и выполнении ими обязательных резервных требований (с. 73 Документа).

### **ПРОЦЕНТНАЯ ПОЛИТИКА**

Регулятор пересмотрел в сторону понижения долгосрочную нейтральную реальную ставку до 1–2% годовых (с 2–3%), что представляется позитивным движением в правильную сторону.

Банк России успешно решает задачу сдерживания инфляции, но во многом этому способствует ослабление спроса в экономике в условиях пандемии коронавируса. В августе 2020 г. уровень инфляции в России составил 0,04%, что на 0,39 меньше, чем в июле. В целом за период с января по август 2020 г. накопленная инфляция составила 2,95%<sup>3</sup>. Тем самым создаются возможности для более значимого снижения ключевой ставки Банка России, чем это происходило в 2020 г., — с 6 до 4,25%. Смягчению

<sup>3</sup> Росстат. Уровень инфляции в Российской Федерации в 2020 году. Обзор. URL: <https://www.statbureau.org/ru/russia/inflation>.

процентной политики в условиях падения инвестиционного и потребительского спросов в России способствует ослабление рисков импортируемой инфляции. Как отмечается на с. 99 Документа, в 2020 г. «практически полное отсутствие импортных услуг сокращает величину переноса обменного курса в инфляцию, а перебои в поставках некоторых непродовольственных товаров приводят к тому, что указанный эффект реализуется с большим временным лагом».

Более мягкая процентная политика позволит повысить деловую активность компаний, малых и средних предприятий, потребительские стимулы для населения. Учитывая слабый уровень диверсификации производственной структуры российской экономики и относительно низкую производительность труда, оптимальный таргетируемый диапазон уровня потребительских цен мог бы быть даже несколько выше 4%. Это создало бы для предприятий более благоприятные условия для оптимизации трудовых издержек и поддержания рентабельности производства.

### **НОВЫЙ ПОДХОД К ОБЯЗАТЕЛЬНЫМ РЕЗЕРВАМ**

Своевременным видится обращение регулятора к совершенствованию механизма обязательного резервирования. В числе позитивных изменений — отмена составления и представления кредитными организациями специальных отчетов по обязательным резервам, самостоятельный расчет регулятором величины обязательных резервов на основании данных имеющихся в его распоряжении форм отчетности, отказ от излишней детализации в распределении резервируемых обязательств между категориями с различными нормативными значениями и ряд корректировок базы резервирования биржевых финансовых посредников, применение единых коэффициентов усреднения, установленных отдельно для банков и НКО, порядок расчета и применения штрафов и др. Указанные изменения позволят Банку России получать значительное число преимуществ, а также снижать регуляторную нагрузку на кредитные организации, что актуально в условиях уменьшения рентабельности банковского бизнеса.

Несмотря на существенное изменение механизма резервирования, в новом механизме полезно было бы предусмотреть возможность более частого (чаще одного раза в месяц) регулирования резервов. Ука-

занная возможность предоставила бы возможность банкам, теряющим в течение отчетного периода значительные объемы депозитов, быстрее компенсировать потери ресурсов за счет возврата средств из фонда обязательных резервов.

### **СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

Следует одобрить возврат Банка России в условиях пандемии коронавируса 2020 г. к применению специализированных механизмов рефинансирования, которые активно использовались регулятором в качестве нерыночных инструментов рефинансирования в период 2014–2018 гг., и декларировался отказ от его применения в 2018–2019 гг. Заметим, что на протяжении всех шести лет использования специализированных инструментов рефинансирования мы поддерживали применение регулятором указанных мер, отмечали точечное их позитивное воздействие на сектора экономики, в которых они применялись, критиковали за несвоевременное снижение ставок по ряду инструментов и вносили рекомендации по расширению возможностей их использования в целях стимулирования роста экономики [8–11]. Видится, что в 2020 г., несмотря на декларированный ранее отказ от их применения, Банк России оперативно сориентировал указанный инструмент на поддержку предоставления банками кредитов нефинансовым организациям для выплаты заработной платы и других неотложных нужд в рамках правительственной программы по субсидированию процентных ставок по банковским кредитам на неотложные нужды и сохранение занятости, а также уточнил условия специализированного механизма рефинансирования, направленного на поддержание приемлемых ставок по кредитам малого и среднего предпринимательства с учетом АО «Корпорация МСП».

В то же время считаем неверной стратегию регулятора в отношении новых планов (точнее, их отсутствия) по использованию специализированных инструментов рефинансирования в будущем. Считаем целесообразным, несмотря на сохраняющийся профицит ликвидности в банковском секторе, продолжать в ближайшие три-пять лет активное использование специализированных инструментов рефинансирования, расширять спектр указан-

ных инструментов для их применения в качестве эффективных внутренних источников развития в отношении приоритетных отраслей экономики, поддержки деловой активности на фоне ее падения в условиях пандемии коронавируса, поддержки населения и импортозамещения.

## ВЫВОДЫ

Эксперты Финансового университета положительно оценивают Документ, но полагают, что он может и должен быть дополнен с учетом отмеченных выше замечаний, предложений и новых явлений, которые возникли во втором полугодии 2020 г.

## БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финуниверситету.

## ACKNOWLEDGEMENT

The article is based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds for the state task for the Financial University.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Звонова Е.А., Кузнецов А.В., Пищик В.Я., Сильвестров С.Н. и др. Формирование институтов регулирования рисков стратегического развития: монография. Коллектив авторов / под ред. М.А. Эскиндарова, С.Н. Сильвестрова. — Москва: Когито-Центр, 2019. — 454 с. — 500 экз. — ISBN 978-5-89353-549-5.
2. Абрамова М.А., Лаврушин О.И., Пищик В.Я., Рубцов Б.Б., Соляникова С.П. Программный документ Банка России «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов»: мнение экспертов Финуниверситета // Экономика. Налоги. Право. — 2019. — Т. 12 — № 3. — С. 17–24. — ISSN 1999-849X. — DOI: 10.26794/1999-849X-2019-12-3-17-24
3. Пищик В.Я. Повышение роли инструментария денежно-кредитной политики России в содействии экономическому росту и экспорту // Банковские услуги. — 2020. — № 1. — С. 17–22. — ISSN 2075-1915. — DOI: 10.36992/2075-1915-2020-1-17
4. Абрамова М.А. Роль кредитной системы России в формировании внутреннего инвестиционного спроса: монография. — Москва: КНОРУС, 2018. — 214 с. — 500 экз. — ISBN 978-5-4362913-4. — С. 62–67. — ISSN 2071-4904.
5. Новые траектории развития финансового сектора России: монография / под ред. М.А. Эскиндарова, В.В. Масленникова. — Москва: Когито-Центр, 2019. — 367 с. — 500 экз. — ISBN 978-5-89353-552-5.
6. Современная архитектура финансов России: монография / под ред. М.А. Эскиндарова, В.В. Масленникова. — Москва: Когито-Центр, 2020. — 488 с. — 500 экз. — ISBN 978-5-89353-602-7.
7. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Звонова Е.А., Ларионова И.В., Масленников В.В. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 г. и период 2019 и 2020 гг.: мнение экспертов Финансового университета // Экономика. Налоги. Право. — 2018. — Т. 11. — № 1. — С. 6–20. — ISSN 1999-849X. — DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-1-6-19
8. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Звонова Е.А., Лаврушин О.И., Масленников В.В. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов: мнение экспертов Финансового университета // Экономика. Налоги. Право. — 2020. — Т. 13. — № 1. — С. 6–19. — ISSN 1999-849X. — DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-1-6-19
9. Дубова С.Е., Домашенко А.А. Развитие механизмов стимулирующего банковского регулирования на основе концепции пропорционального регулирования и лучших зарубежных практик // Банковское дело. — 2019 — № 8. — С. 62–67. — ISSN 2071-4904.
10. Дубова С.Е. Стимулирующее регулирование как существенный фактор развития банковского сектора // Научные труды Вольного экономического общества России. — 2019. — Т. 219. — С. 133–143. — ISSN 2072-2060.
11. Дубова С.Е. Кредитный рейтинг как критерий в режиме дифференцированного банковского регулирования // Известия высших учебных заведений. Серия Экономика, финансы и управление производством. — 2020. — Т. 43. — № 1. — С. 3–12. — ISSN 2218-1784.

## REFERENCES

1. Zvonova E.A., Kuznetsov A.V., Pishchik V. Ya., Silvestrov S.N. et al. Formation of institutions for regulating risks of strategic development: monograph. Collective of authors. M.A. Eskindarov, S.N. Silvestrov, eds. Moscow: Kogito-Tsentr; 2019. 454 p. (In Russ.).
2. Abramova M.A., Lavrushin O.I., Pishchik V. Ya., Rubtsov B.B., Solyannikova S.P. Bank of Russia policy document “Main directions of development of the financial market of the Russian Federation for the period 2019–2021”: Expert Opinion of the Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2019;12(3):17–24. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X-2019–12–3–17–24
3. Pishchik V. Ya. Increasing the role of Russia’s monetary policy instruments in promoting economic growth and exports. *Bankovskie uslugi = Banking services*. 2020;(1):17–22. (In Russ.). DOI: 10.36992/2075–1915–2020–1–17
4. Abramova M.A. The role of the credit system of Russia in the formation of domestic investment demand: monograph. Moscow: KNORUS; 2018. 214 p. (In Russ.).
5. New trajectories of development of the financial sector of Russia. Monograph. M.A. Eskindarov, V.V. Maslennikov, eds. Moscow: Kogito-Tsentr; 2019. 367 p. (In Russ.).
6. Eskindarov M.A., Maslennikov V.V., Abramova M.A. et al. Capital Structure in Modern Russia. Monograph. M.A. Eskindarov and V.V. Maslennikov, eds. Moscow: Kogito Center; 2020. 488 p.
7. Abramova M.A., Dubova S.E., Zvonova E.A., Larionova I.V., Maslennikov V.V. Guidelines for the single state monetary policy in 2018 and for 2019–2020: Expert opinion of the financial university. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2018;11(1):6–20. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X-2018–11–1–6–19
8. Abramova M.A., Dubova S.E., Zvonova E.A., Lavrushin O.I., Maslennikov V.V. Guidelines for the single state monetary policy in 2020 and for 2021–2022: Expert opinion of Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2020;13(1):6–19. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X-2020–13–1–6–19
9. Dubova S.E., Domashenko A.A. Development of mechanisms of stimulating banking regulation on the basis of the concept of proportional regulation and best foreign practices. *Bankovskoe delo = Banking*. 2019;(8):62–67. (In Russ.).
10. Dubova S.E. Stimulating regulation as an essential factor in the development of the banking sector. *Nauchnye trudy Vol’nogo jekonomicheskogo obshhestva Rossii = Scientific works of the Free economic society of Russia*. 2019;(219):133–143. (In Russ.).
11. Dubova S.E. Credit rating as a criterion in the regime of differentiated banking regulation. *Izvestija vysshih uchebnyh zavedenij. Serija Jekonomika, finansy i upravlenie proizvodstvom = News of higher educational institutions. Series Economics, Finance and production management*. 2020;(1):3–12. (In Russ.).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

**Марина Александровна Абрамова** — доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента банковского дела и финансовых рынков, главный научный сотрудник Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия  
MAbramova@fa.ru

**Светлана Евгеньевна Дубова** — доктор экономических наук, профессор, профессор Департамента банковского дела и финансовых рынков, ведущий научный сотрудник Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия  
sedubova@fa.ru

**Михаил Владимирович Ершов** — доктор экономических наук, директор Центра денежно-кредитной политики и финансовых рынков, Финансовый университет, Москва, Россия  
mvershov@fa.ru

**Елена Анатольевна Звонова** — доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия  
EAZvonova@fa.ru

**Владимир Владимирович Масленников** — доктор экономических наук, профессор, проректор по научной работе, Финансовый университет, Москва, Россия  
vvmaslennikov@fa.ru

**Виктор Яковлевич Пищик** — доктор экономических наук, профессор, профессор Департамента мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия  
VPiwik@fa.ru

## ABOUT THE AUTHORS

**Marina A. Abramova** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Head of the Banking and Financial Markets Department, Senior Researcher at Scientific Research Center for Money-and-Credit Relations, Financial University, Moscow, Russia  
MAbramova@fa.ru

**Svetlana E. Dubova** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Banking and Financial Markets Department, Leading Researcher at Scientific Research Center for Money-and-Credit Relations, Financial University, Moscow, Russia  
sedubova@fa.ru

**Mikhail V. Ershov** — Dr. Sci. (Econ.), Director of the Center for Monetary Policy and Financial Markets, Financial University, Moscow, Russia  
mvershov@fa.ru

**Elena A. Zvonova** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Head of Department Of World Finance, Financial University, Moscow, Russia  
EAZvonova@fa.ru

**Vladimir V. Maslennikov** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Pro-rector for Reserach, Financial University, Moscow, Russia  
vvmaslennikov@fa.ru

**Victor Y. Pishik** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department Of World Finance, Financial University, Moscow, Russia  
VPiwik@fa.ru

### **Заявленный вклад авторов:**

М.А. Абрамова — научное обоснование и анализ принципов сформированной единой государственной денежно-кредитной политики, общее редактирование статьи.

С.Е. Дубова — научный анализ применяемых инструментов и методов денежно-кредитной и финансовой политики и их влияние на экономический рост.

М.В. Ершов — научно-практический анализ формирования длинных денег.

Е.А. Звонова — научное обоснование вопросов развития стратегии государственной монетарной политики и определения места валютной политики Банка России в этой стратегии.

В.В. Масленников — научный анализ сценариев денежно-кредитной политики, ее влияния на экономический рост.

В.Я. Пищик — обоснование целесообразности режима гибко регулируемого валютного курса российской рубля с позиций оптимизации условий экспортно-импортных операций.

### **Authors' contribution statement:**

Marina A. Abramova — scientific justification and analysis of the principles of the unified state monetary policy, general editing of the article.

Svetlana E. Dubova — scientific analysis of the applied instruments and methods of monetary and financial policy and their impact on economic growth.

Mikhail V. Ershov — scientific and practical analysis of the formation of long money.

Elena A. Zvonova — scientific substantiation of the issues of development of the state monetary policy strategy and determining the place of the Bank of Russia's currency policy in this strategy.

Vladimir V. Maslennikov — scientific analysis of monetary policy scenarios and its impact on economic growth.

Victor Y. Pishik — justification of the expediency of flexibly regulated exchange rate regime of the Russian ruble from the standpoint of optimizing the conditions of export-import operations.

*Статья поступила 24.11.2020; принята к публикации 11.01.2021.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was received 24.11.2020; accepted for publication 11.01.2021.*

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