

DOI: 10.26794/1999-849X-2022-15-1-6-22  
УДК 336.7+330.34(045)  
JEL E5, E6, G21

## Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов: мнение экспертов Финансового университета

М.А. Абрамова<sup>а</sup>, С.Е. Дубова<sup>б</sup>, М.В. Ершов<sup>с</sup>, О.В. Захарова<sup>д</sup>,  
Е.А. Звонова<sup>е</sup>, Е.С. Зеленева<sup>ф</sup>, В.В. Масленников<sup>г</sup>, В.Я. Пищик<sup>h</sup>  
<sup>а, б, с, д, е, ф, г, h</sup> Финансовый университет, Москва, Россия; <sup>г</sup> Центр XBRL,  
Москва, Россия

<sup>а</sup> <https://orcid.org/0000-0001-9338-8478>; <sup>б</sup> <https://orcid.org/0000-0002-7033-1206>;  
<sup>с</sup> <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>; <sup>д</sup> <https://orcid.org/0000-0002-6377-3006>;  
<sup>е</sup> <https://orcid.org/0000-0002-8923-860X>; <sup>ф</sup> <https://orcid.org/0000-0003-0892-6070>;  
<sup>г</sup> <https://orcid.org/0000-0001-6199-9979>; <sup>h</sup> <https://orcid.org/0000-0002-9013-7670>

### АННОТАЦИЯ

*Предмет исследования* – основные задачи, принципы и проблемы единой государственной денежно-кредитной политики на среднесрочный период 2022–2024 гг. *Цель работы* – на основе экспертизы сформулированных Банком России Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 г. и период 2023 и 2024 гг. выявить достоинства и недостатки единой государственной денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе для обеспечения реального экономического роста России. Определены результаты вклада денежно-кредитной политики в экономическое развитие России и обеспечение не только ее финансовой, но и социальной стабильности. Особое внимание обращено на взаимосвязь денежно-кредитной и валютной политики; денежно-кредитной и макропруденциальной политики; необходимость обоснованного принятия решений в области инструментов денежно-кредитной политики, а также на макроэкономические эффекты трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. *Сделаны выводы* о том, что несмотря на выявленные недостатки эксперты Финансового университета положительно оценивают представленный проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 г. и период 2023 и 2024 гг., но полагают, что они могут быть дополнены и в большей степени конкретизированы с учетом сделанных замечаний, выдвинутых предложений и новых явлений, которые могут появиться в первой половине 2022 г.

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

**Для цитирования:** Абрамова М.А., Дубова С.Е., Ершов М.В., Захарова О.В., Звонова Е.А., Зеленева Е.С., Масленников В.В., Пищик В.Я. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов: мнение экспертов Финансового университета. *Экономика. Налоги. Право.* 2022;15(1):6-22. DOI: 10.26794/1999-849X-2022-15-1-6-22

## ORIGINAL PAPER

# On the Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2022 and the Period 2023 and 2024: Financial University Experts' Opinion

M.A. Abramova<sup>a</sup>, S.E. Dubova<sup>b</sup>, M.V. Ershov<sup>c</sup>, O.V. Zakharova<sup>d</sup>, E.A. Zvonova<sup>e</sup>, E.S. Zeleneva<sup>f</sup>, V.V. Maslennikov<sup>g</sup>, V.Y. Pishik<sup>h</sup>

<sup>a, b, c, d, e, f, h</sup> Financial University, <sup>g</sup> Centre XBRL, Moscow, Russia

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

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

<sup>e</sup> <https://orcid.org/0000-0002-8923-860X>; <sup>f</sup> <https://orcid.org/0000-0003-0892-6070>;

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

## ABSTRACT

*The subject of the study* is the main tasks, principles and problems of the unified state monetary policy for the medium-term period 2022–2024. *The purpose of the work* is to identify the advantages and disadvantages of the unified state monetary policy in the medium term to ensure real economic growth of Russia on the basis of the examination of the main directions of the unified state monetary policy formulated by the Bank of Russia for 2022 and the period 2023 and 2024. The results of the contribution of monetary policy to the economic development of Russia and ensuring not only its financial, but also social stability are established. Particular attention is paid to the interrelation of monetary-credit and monetary policy; monetary and macroprudential policy; the need for informed decision-making in the field of monetary policy instruments, as well as the macroeconomic effects of the transmission mechanism of monetary policy. *Conclusions are drawn* that despite the identified shortcomings, the experts of the Financial University positively assess the presented draft of the Main Directions of the unified state monetary policy for 2022 and the period 2023 and 2024, but believe that it can be supplemented and more concretized taking into account the comments made, proposals put forward and new phenomena that may arise in the first half of 2022.

**Keywords:** monetary policy; transmission mechanism channels; development scenarios; interest rate policy; anti-inflationary policy; monetary policy; macroprudential policy; communications as a monetary policy tool

**For citation:** Abramova M.A., Dubova S.E., Ershov M.V., Zakharova O.V., Zvonova E.A., Zeleneva E.S., Maslennikov V.V., Pishik V.Y. On the main directions of the unified state monetary policy for 2022 and the period 2023 and 2024: Financial University experts' opinion. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2022;15(1):6-22. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2022-15-1-6-22

## ВВЕДЕНИЕ

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 г. и период 2023 и 2024 гг.<sup>1</sup> (далее — Документ) раскрываются важнейшие тенденции развития российской экономики и ее денежно-кредитной сферы в среднесрочной перспективе. Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики (далее — ДКП) Банка России, изложенные в Документе, сохраняют свою преемственность даже в условиях нестабильной

экономической ситуации, о чем авторы писали ранее [1]. С одной стороны, это свидетельствует о том, что Банк России адекватно оценил среднесрочные направления развития монетарной сферы экономики как важнейшего компонента национальной экономики. С другой стороны, такая преемственность формирует доверие к институту Центрального банка со стороны как хозяйствующих субъектов, так и населения, что в свою очередь является необходимым условием успешной реализации ДКП. Прописанные в разделе 1 Документа цели и вклад ДКП в экономическое развитие и обеспечение не только финансовой, но и социальной стабильности страны ориентируют хозяйствующие субъекты и население на необходимое рыночное финансовое и инвестиционное поведение, способству-

<sup>1</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. URL: [http://www.cbr.ru/about\\_br/publ/ondkp/on\\_2022\\_2024/#highlight=основные%7Снаправления%7Сденежно-кредитной%7Сполитики%7Сполитике](http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2022_2024/#highlight=основные%7Снаправления%7Сденежно-кредитной%7Сполитики%7Сполитике) (в ред. от 30.09.2021).

ют повышению финансовой и инвестиционной грамотности граждан. Вместе с тем прослеживаемая из года в год преемственность вовсе не означает, что деятельность Банка России по формированию Документа отличается косностью и инертностью. Несомненно, позитивной оценки заслуживают запуск новых проектов Банка России, расширение спектра публикуемых прогнозных показателей, в том числе прогнозной траектории ключевой ставки базового сценария, совершенствование модельного аппарата для анализа экономической ситуации и подготовки прогноза, повышение ясности коммуникации. Все это способствует повышению качества анализируемого Документа, а также реальному учету макроэкономической ситуации и определению трендов ее развития.

Решающим критерием оценки обоснованности прогнозов является их «сбываемость». Поэтому положительной оценки заслуживает новый проект Банка России «Обзор денежно-кредитной политики», в котором будет содержаться комплексный анализ проводимой ДКП в России за период таргетирования инфляции (с 2015 г.), тем более что аналогичные исследования проводятся центральными банками многих стран, а у Банка России есть все инструменты для исследования на высоком научном уровне эффективности параметров выбранного режима ДКП и степени их соответствия меняющимся условиям. Это, несомненно, будет способствовать подготовке более качественных прогнозов и обоснованному принятию решений в области инструментов ДКП не только на следующий трехлетний период, но и выявлению и анализу обстоятельств, способных в долгосрочной перспективе оказывать влияние на российскую экономику. Кроме того, подобный детальный анализ повысит ответственность разработчиков Документа за результаты своей деятельности и позволит избегать в дальнейшем повторения допущенных ошибок.

Следует согласиться с мнением регулятора о том, что в долгосрочной перспективе изменения в климате Земли и демографические тренды в политике стран, в том числе сложившиеся под воздействием пандемии коронавируса, способны не только изменять мировую экономику и локально влиять на хозяйственную деятельность, осуществляемую людьми в различных сферах их жизнедеятельности, но и побуждать государства

на проведение климатической политики при переходе к «зеленой» экономике, что должно учитываться при установлении условий реализации ДКП.

При оценке влияния инструментов ДКП на уровень инфляции Банк России ориентируется на совершенствование трансмиссионного механизма. Нельзя не отметить и важные дополнения, внесенные в Документ. Так, Центральный банк конкретизировал влияние немонетарных факторов на уровень инфляции, отразив воздействие бюджетных расходов и налогов на спрос и предложение товаров и услуг; валютный курс и т. д. Данная конкретизация наглядно подтверждает значимость влияния немонетарных факторов на инфляцию посредством цепной передачи импульсов.

Авторы настоящей статьи положительно оценивают и несколько измененный формат Документа, где приводятся ссылки на его врезки и приложения, что, с одной стороны, дополняет разъяснения Банка России по отдельным значимым вопросам, а с другой стороны, делает Документ понятным не только для специалистов, но и для простых потребителей банковских услуг, способствуя превращению коммуникации в действенный инструмент ДКП.

## ПРОГНОЗЫ И ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

В настоящее время сложились условия, когда экономика постепенно выходит из кризиса, надеясь тем не менее в определенных стимулах. Это тем более актуально, что неопределенность, сложившаяся под влиянием пандемии коронавируса, все еще остается значимым фактором воздействия на экономику. Предполагается, что темпы ее роста будут замедляться по сравнению с 2021 г. и находиться на уровне немного выше среднего показателя, который наблюдался в допандемийный период в 2017–2019 гг. (2,5 и 2,2% соответственно).

Следует поддержать позицию Банка России в том, что для решения задач устойчивого расширения производства необходимы дополнительные (иные) инструменты, включая принятие мер структурной политики, бюджетной политики (изменение структуры бюджетных расходов в целях стимулирования модернизации экономики

и повышения уровня человеческого капитала) и институциональные преобразования (с. 9)<sup>2</sup>.

Вместе с тем, заслуживая положительную оценку за более «точечное» и подробное обращение к другим направлениям экономической политики благодаря в том числе наличию в Документе специального раздела «Взаимодействие денежно-кредитной политики с другими видами государственной политики», Банк России в очередной раз подчеркивает, что ДКП, формируя важные условия для развития экономики, не может сама по себе служить источником устойчивого повышения экономического потенциала (с. 10), влияющим тем не менее на уровень инфляции, но не на экономический рост (с. 90). Можно констатировать, что проводимая ДКП будет в большей части ориентирована на сдерживание потребительского и инвестиционного спросов (исходя из определяемых Банком России факторов инфляции). Тем более, как справедливо подчеркивается в Документе, «реакция инфляционных ожиданий на динамику цен асимметрична: население и предприятия в большей степени реагируют на ускорение роста цен, чем на их замедление» (с. 14). Учитывая, что ожидаются более низкие цены на нефть, чем наблюдаемые сейчас на рынке, можно утверждать, что все ключевые элементы, на которые может опираться экономический рост в Российской Федерации, в ближайшие годы понизят свои уровни при условии, что ДКП контрциклического характера не будет иметь в целеполагании обеспечения устойчивого экономического роста.

Тем самым Банк России в очередной раз дистанцируется от проблем обеспечения устойчивого экономического роста ради того, чтобы пояснить контрциклический характер ДКП (с. 13) на основе анализа эффектов ключевой ставки, процентного канала трансмиссионного механизма ДКП в краткосрочном и среднесрочном периодах. Однако, несмотря на то, что ключевая ставка, уровень которой обоснованно формируется исходя из детального макроэкономического анализа, определяется Банком России как основной инструмент ДКП, в арсенале регулятора имеются также другие инструменты, в том числе входящие в систему рефинансирования и механизм резервирования. Например, в нем полезно было бы предусмотреть

возможность более частого (чаще одного раза в месяц) регулирования резервов, что дало бы возможность банкам, теряющим в течение отчетного периода значительные объемы депозитов, быстрее компенсировать уменьшение ресурсов за счет возврата средств из фонда обязательных резервов.

Следует вновь подчеркнуть, что проблема формирования длинных денег в экономике остается до настоящего времени нерешенной несмотря на важность обеспечения экономики доступными длинными деньгами. В формировании таких ресурсов важная роль принадлежит Центральному банку. Однако в Документе этой проблеме уделено неоправданно мало внимания. Кроме того, представляется целесообразным рассмотреть в Документе возможность внедрения в практику механизмы формирования длинных денег посредством более тесного взаимодействия Минфина России и Центрального банка, который является одним из ключевых покупателей облигаций Минфина России и финансирует тем самым реальную экономику без перетягивания средств из одних отраслей производства и оказания услуг в другие сектора.

## УСТОЙЧИВОСТЬ РУБЛЯ, ЦЕНОВАЯ И ВАЛЮТНАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

Важным принципом ДКП остается определение публичной цели по уровню инфляции. В качестве публичной цели по инфляции по-прежнему установлено значение «вблизи 4%». Данная формулировка снижает ответственность Центрального банка за небольшие отклонения инфляции от целевого значения в 4%. Однако неясно, какие отклонения Банком России считаются не большими. Данная формулировка уменьшает возможность экспертной оценки эффективности ДКП в части достижения ее целей. Поэтому для повышения открытости обозначения цели ДКП рекомендуется вернуться к практике обозначения коридора колебаний инфляции. В 2014 г. Банк России задавал коридор цели по инфляции в  $\pm 1,5$  п.п., в развитых странах обычно устанавливается интервал в  $\pm 1$  п.п., а в развивающихся государствах отклонение фиксируется обычно в пределах  $\pm 2$  п.п.<sup>3</sup> Соответственно выбор при-

<sup>2</sup> Здесь и далее в скобках приводятся страницы Документа (в ред. от 30.09.2021).

<sup>3</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов. *Вестник Банка России*. 2013;1463(67):3–33.





**Рис. 1 / Fig. 1. Динамика курса доллара США к российскому рублю в период с 1 января 2020 г. по 1 сентября 2021 г. / Dynamics of the US dollar against the Russian ruble in the period from January 1, 2020 to September 1, 2021**

Источник / Source: диаграмма построена по данным Банка России / The diagram is based on the data of the Bank of Russia.  
URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/micex\\_doc](https://www.cbr.ru/hd_base/micex_doc).

емлемого диапазона отклонения от инфляции Центральным банком и открытое пояснение данного выбора способствовали бы повышению транспарентности ДКП.

Поддерживая тот факт, что задача защиты и обеспечения устойчивости российского рубля, закрепленная в части 2 ст. 75 Конституции Российской Федерации<sup>4</sup>, является «важным элементом благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса» (с. 3), заметим тем не менее, что «уравновивание» понятий устойчивости рубля и ценовой стабильности лишь частично раскрывает более широкое понятие устойчивости национальной денежной единицы, которое будет неполным без учета важного внешнего аспекта обеспечения устойчивости рубля. В стратегии ДКП Банка России, действующей с 2015 г., режиму плавающего валютного курса рубля отведена роль «встроенного стабилизатора», позволяющего экономике подстраиваться под изменение внешних условий и сглаживать тем самым воздействие

на нее внешних факторов (с. 8). Такой подход представляется по меньшей мере дискуссионным, поскольку в условиях нынешней геополитической реальности, усиливающихся санкций в отношении России со стороны США и ЕС и негативных последствий COVID-19 для экономики непрогнозируемая динамика валютного курса рубля ослабляет возможности денежно-кредитной системы успешно адаптироваться к возросшим глобальным рискам. В 2020–2021 гг. инфляционное давление усилилось по широкому спектру товаров и услуг. По данным Росстата темп инфляции в России усилился с 3,02% в мае 2020 г. до 7,4% в сентябре 2021 г. Напротив, курс российского рубля 7 октября 2021 г. впервые с начала июня текущего года укрепился на уровне ниже 72 руб. за долл. США.

На протяжении последних лет наблюдается существенная волатильность курса российского рубля под влиянием ухудшения внешних условий, последствий COVID-19, роста страновой премии за риск и снижения спроса иностранных инвесторов на РФЗ. При этом обращает на себя внимание определенная обратная зависимость в динамике валютного курса и инфляции. Особенно остро эта тенденция проявилась в начале 2020 г. Если по состоянию на 10 января курс рубля

<sup>4</sup> Часть 2 ст. 75 Конституции Российской Федерации. Указанный конституционный принцип поясняется в Федеральном законе от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», в том числе в ст. 3 и 34.1.

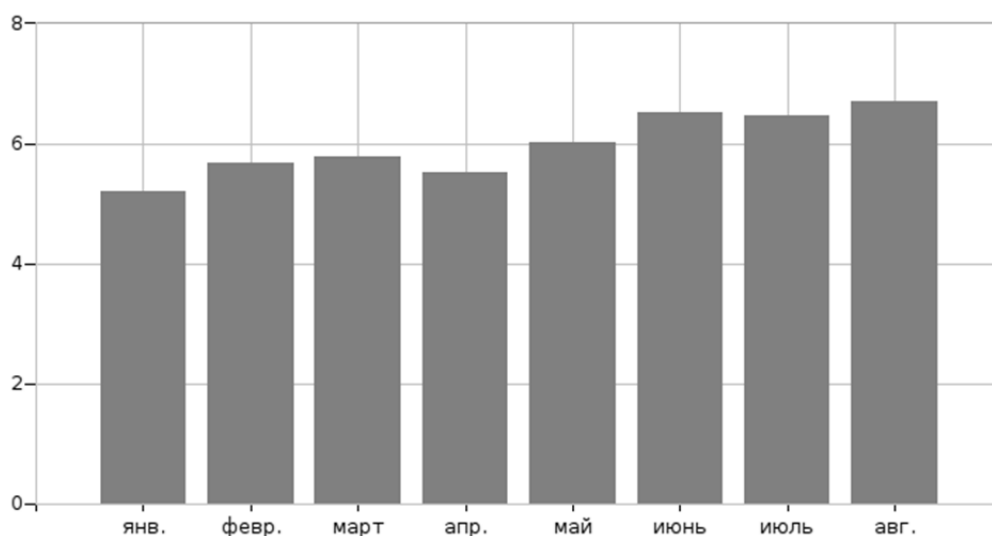


Рис. 2 / Fig. 2. Уровень инфляции в Российской Федерации по месяцам в годовом исчислении в 2021 г. / Inflation rate in the Russian Federation by month, year-on-year in 2021

Источник / Source: Инфляция в России / Inflation in Russia. URL: <https://уровень-инфляции.рф/графики-инфляции>.

к долл. США составлял 61,23, то затем он резко снизился по состоянию на 23 марта 2020 г. до уровня 80,88 руб./долл. США, или на 31,8%. При этом темп инфляции в России в марте 2020 г. составил всего 2,55% в годовом исчислении<sup>5</sup> (рис. 1).

Напротив, на протяжении трех кварталов 2021 г. тенденция к относительной стабилизации валютного курса рубля совпадает по времени с ростом месячной инфляции в России (рис. 2).

Подтверждается спонтанно происходящее де-факто перераспределение нагрузки за поддержание относительной макроэкономической устойчивости между внутренней и внешней сферами обращения российского рубля. Де-юре согласно стратегии ДКП Банка России данная функция возложена на денежно-кредитную политику и официальный целевой ориентир по инфляции на уровне ниже 4%. На практике функцию «встроенного стабилизатора» российской экономики поочередно выполняют и валютный курс, и потребительские цены (в зависимости от конкретных факторов и видов шоковых воздействий). Проблема односторонней опоры стратегии ДКП на жесткое регулирование инфляции и сдерживание роста цен в узком коридоре максимально возможными средствами заключается в том, что Банк России вынужден был в 2021 г. пять раз повышать ключевую ставку, доведя ее 10 сентября до 6,75% по сравнению с 4,25% на начало года. Обратной стороной проведения ужесточения ДКП становится дополнительное ограничение доступа хозяйствующих субъектов к заемным средствам для своей производственной деятельности.

Положительно оценивая проект «Обзора денежно-кредитной политики», заметим, что в условиях нарастания в среднесрочной перспективе глобальных дисбалансов в мировой экономике, обострения энергетического кризиса, санкционных угроз, отмечаем, что усиливаются риски инфляции и курсовой волатильности в мире в целом и в России в частности. В этих условиях важен сбалансированный подход к роли ценовой стабильности и валютной устойчивости, учитывая актуальность двухпорного подхода (мандата) к обеспечению макроэкономической сбалансированности, сглаживанию шоковых воздействий на население и к условиям ведения бизнеса с иностранными партнерами [2]. На практике это может означать установление валютного курса рубля в границах диапазона, определяемого как фундаментальными факторами состояния экономики, так и внешними условиями. Этот диапазон на определенную перспективу может быть зафиксирован в пределах 73–75 руб./долл. США. В свою очередь ориентир по инфляции также может быть диапазоном, и его оптимальные параметры в сложившихся условиях могут со-

держивание роста цен в узком коридоре максимально возможными средствами заключается в том, что Банк России вынужден был в 2021 г. пять раз повышать ключевую ставку, доведя ее 10 сентября до 6,75% по сравнению с 4,25% на начало года. Обратной стороной проведения ужесточения ДКП становится дополнительное ограничение доступа хозяйствующих субъектов к заемным средствам для своей производственной деятельности.

<sup>5</sup> Сайт уровня инфляции в России. URL: <https://xn--ctbjnaatncev9av3a8f8b.xn--plai>.

ставлять 4–6%. Со временем по мере изменения внутренних и внешних условий параметры могут корректироваться.

Переход от стратегии двухпорного подхода к проведению монетарной политики позволит всем субъектам экономической деятельности (государству, населению и бизнесу) руководствоваться относительно прогнозируемыми условиями проведения финансово-экономической и инвестиционной политики, планирования структуры доходов и расходов, реализации бизнес-проектов внутри страны и за рубежом [3].

### **ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА**

Позитивной оценки заслуживает проведенный Банком России анализ политики, реализуемый им совместно с Правительством РФ по развитию финансового рынка. Можно согласиться с мнением Банка России о том, что такая политика «способствует повышению доступности финансирования для широкого круга субъектов экономики, создает условия для роста инвестиционной активности и экономического развития страны. Финансовый рынок является одним из основных звеньев в цепочке передачи сигнала от ключевой ставки в экономику» (с. 18). Полагаем однако, что этой теме в рассматриваемом Документе можно было бы уделить гораздо больше внимания.

В настоящее время фиксируются новые рекорды роста на фондовых рынках при одновременном повышении участия населения в торгах. Это, с одной стороны, снижает инфляционное давление на цены, так как денежные средства «отвлекаются» на фондовый рынок с потребительского рынка. Это также способствует росту доходов и благосостояния населения, повышению глубины финансового рынка. Но одновременно увеличение участия населения создает новые риски нестабильности для обеспечения его благополучия ввиду того, что в случае резкого разворота позитивных тенденций на биржах физические лица могут нести большие убытки. Сегодня финансовый рынок носит во многом спекулятивный характер, продолжая оставаться одним из источников риска дестабилизации денежного оборота. Расширение практики проведения финансовых операций за пределы круга профессиональных

участников рынка ценных бумаг и квалифицированных инвесторов, рост количества розничных инвесторов, сопровождающийся увеличением остатков денежных средств на брокерских счетах, позволяют нам делать вывод о необходимости более внимательного отношения Банка России к анализу масштабов проникновения финансовых инструментов в каналы денежного оборота и динамику этого процесса, а также прогнозировать отдаленные последствия использования «финансовых» денег для стабильного функционирования системы денежного обращения и формирования демпфирующих мер для населения с помощью различных механизмов.

### **ВЗАИМОСВЯЗЬ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ИНЫХ НАПРАВЛЕНИЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ**

В наших исследованиях мы не раз отмечали необходимость обеспечения тесной взаимосвязи денежно-кредитной политики и других видов экономической политики страны [1, 4–7]. Не стал исключением текущий Документ.

При характеристике взаимосвязей денежно-кредитной политики и других видов государственной политики остались без оценки следующие темы: связь с валютной политикой, вопросы функционирования валютного рынка как структурного элемента финансового сектора, политика валютного курса, вопросы валютного регулирования и валютного контроля.

Политика валютного курса рубля косвенно затрагивается при рассмотрении взаимосвязи денежно-кредитной и бюджетной политики. Отмечается, что бюджетное правило (введено Минфином России в версии, действующей с 2017 г.) «сглаживает влияние изменений внешнеэкономической конъюнктуры на внутренние условия, в том числе на динамику курса рубля и спрос в экономике» (с. 20). Банк России в этом механизме реализует функцию оператора сделок с иностранной валютой на внутреннем рынке для пополнения или использования международных резервов. Количественным ориентиром при проведении интервенционных операций с валютой является не официально установленный уровень или диапазон валютного курса рубля, а определяемая Минфином России пороговая цена на нефть (в настоящее время — 42,4 долл. США/баррель).

На практике реализация механизма бюджетного правила означает совместное участие Минфина России и Банка России в регулировании курсового соотношения рубля к доллару без декларации целевого ориентира.

В плане трансграничного передвижения капитала открытость для притока/оттока в экономику страны иностранного капитала в условиях санкционного режима в сочетании с негативными последствиями *COVID-19* скорее сдерживает привлечение инвестиционных ресурсов из-за рубежа и, напротив, предоставляет возможности для свободного вывоза капитала. Под влиянием коронакризиса происходит падение иностранных инвестиций в российскую экономику. По данным Банка России за июль — сентябрь 2020 г. нерезиденты вложили в реальный сектор российской экономики 3,1 млрд долл. США, т.е. в три раза меньше, чем за тот же период год назад. Накопленным итогом за девять месяцев 2020 г. приток зарубежных инвестиций в российский бизнес уменьшился в пять раз — до 4,7 млрд долл. США против 24,2 млрд долл. США год назад. В этих условиях определенной компенсаций слабого притока долгосрочных иностранных инвестиций в российскую экономику может стать инвестирование части средств ФНБ в проекты внутри страны. Величина таких инвестиций оценивается Минфином России в период 2021–2024 гг. в размере до 2,5 трлн руб. Опасение Банка России, что эти инвестиции могут стать проинфляционным фактором (с. 49) не оправдываются при условии их равномерного целевого использования.

В целях снижения степени уязвимости российской экономики к возросшим рискам вывода капитала за рубеж важно шире принимать меры действенного валютного регулирования с использованием имеющихся в распоряжении денежных властей инструментов ограничения оттока/притока спекулятивного капитала в сочетании с обеспечением строгого валютного контроля за исполнением валютного законодательства субъектами внешнеэкономической деятельности.

## **ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ПРОБЛЕМЫ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА**

Практика показывает, что в банковском сегменте финансового сектора накопился ряд требующих решения проблем. Частично некоторые

из них лишь в краткой форме упоминаются, но не находят в Документе должного отражения, в частности меры Банка России по повышению конкурентоспособности российских коммерческих банков, совершенствованию институциональной структуры банковского сектора как с позиции снижения уровня монополизации, регионального размещения, так и инвестиционной активности, повышения уровня доверия к банкам как участникам финансового рынка. Очевидно, необходим специальный документ, определяющий основные направления развития банковского сектора в условиях выполнения банками особой миссии в финансовой системе России (несмотря на то, что вопросы развития банковского сектора упоминаются в таких документах Банка России, как «Основные направления развития финансового рынка на 2022–2024 гг.» и «Стратегия развития финансового рынка до 2030 г.»).

Вместе с тем следует положительно оценить системный подход, применяемый Банком России к управлению таким важным аспектом деятельности банков, как обеспечение ликвидности банковского сектора. Регулятор внимательно отслеживает состояние ликвидности банковского сектора, анализирует факторы, которые его определяют, и своевременно применяет необходимые инструменты рефинансирования кредитных организаций и абсорбирования ликвидных средств при наличии колебаний ликвидности российских банков.

В последние годы в условиях профицита ликвидности Центральный банк изымает у банков избыточную ликвидность, проводя еженедельные депозитные аукционы, выпуская купонные облигации сроком на три месяца.

В условиях дефицита ликвидности банковского сектора регулятор применяет различные инструменты рефинансирования кредитных организаций: проводит аукционы РЕПО, предоставляя банкам ресурсы на сроки семь дней, один месяц и один год, использует операции «валютный своп» на сроки до шести дней, кредитует банки под залог нерыночных активов, предоставляет ликвидность посредством применения специализированных механизмов рефинансирования [8].

Среди широкого спектра инструментов регулирования ликвидности банков в качестве основного средства используются ключевая ставка, влияющая



на процентные ставки денежного рынка; предпочтения хозяйственных субъектов и домохозяйств к инвестированию, сбережению или потреблению; структура ресурсов и вложений кредитных организаций. В дополнение к основному инструменту регулятор применяет инструменты макропруденциальной политики (вследствие введения новых требований Базеля III к достаточности капитала и ликвидности банков). Предоставленная регулятором возможность усреднять обязательные резервы на корреспондентских счетах также позволяет банкам более гибко управлять своей ликвидностью, что приводит к стабилизации процентных ставок денежного рынка.

В условиях пандемии коронавируса регулятор в рамках специализированных механизмов рефинансирования предоставил банкам кредиты на льготных условиях в сумме 500 млрд руб., что стимулировало банки кредитовать предприятия малого и среднего бизнеса, повысив таким образом занятость населения.

Следует заметить, что возникновение дефицита ликвидности вызвано как необходимостью выполнения системно значимыми кредитными организациями норматива краткосрочной ликвидности, так и направленностью бюджетной политики. Банк России отмечает, что деятельность Федерального казначейства напрямую влияет на ликвидность банковского сектора. Так, в 2020 г. Федеральное казначейство не разместило в полном объеме в банковском секторе накопленные на счетах в Центральном банке средства, что привело к снижению структурного профицита ликвидности по итогам года. К таким же последствиям привели дополнительное размещение на внутреннем рынке ОФЗ, рост объема наличных денег в обращении в конце календарного года.

Регулятор прогнозирует состояние ликвидности банковского сектора как на краткосрочный период, так и в долгосрочной перспективе. Согласно прогнозу банка России на конец 2021 г. в банковской системе должен сформироваться профицит ликвидности в объеме 0,8–1,4 трлн руб. На конец 2024 г. профицит ликвидности снизится до 0,2 трлн руб. и возможен переход к незначительному дефициту ликвидности.

Можно согласиться с оценкой регулятора, что в настоящее время изменение состояния ликвидности банковского сектора не влияет на его стабильность, но определяет направленность ДКП.

## ОСОБЕННОСТИ МИКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ

Следует поддержать применяемый Банком России системный подход к оценке мер, принимаемых в области макро- и микропруденциальной политики (с. 16). В условиях разделения целеполагания между денежно-кредитной и макропруденциальной политиками, которого придерживается российский регулятор и необходимость которого мы поддерживали ранее [1], применение подобного подхода служит залогом эффективности обеих политик, а ДКП позволяет в полной мере сосредотачиваться на поддержке ценовой стабильности [9].

Считаем, что разделение целеполагания между макропруденциальной и денежно-кредитной политиками не должно исключать координацию направленности между ними. Между тем в Документе указывается, что Банк России не предполагает координации направленности между этими политиками, сохраняя независимость в их проведении (с. 18), хотя и отмечает, что при принятии решений как в области макропруденциальной политики для ограничения системных рисков, так и в области ДКП Банк России учитывает взаимное влияние этих политик.

Мы не усматриваем проблем в установлении координации между макропруденциальной и денежно-кредитной политиками, считая, что координация могла бы усиливать эффекты обеих политик, а ее отсутствие способно ограничивать эффекты от мер, предпринимаемых в процессе их реализации.

## ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПРОГНОЗЫ РАЗВИТИЯ МОНЕТАРНОЙ СФЕРЫ И ФАКТОРЫ, ИХ ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ

Выше отмечалась важность долгосрочных прогнозов развития монетарной сферы и учета долгосрочных факторов формирования и реализации ДКП. Однако следует заметить, что отдельные факторы имеют разнонаправленное действие. Так, отмеченные на с. 5 Документа демографические процессы, влияющие на потенциал роста российской экономики в ближайшие годы и работу трансмиссионного механизма ДКП (снижение численности рабочей силы и старение населения, выход на пенсию в более старшем возрасте, ди-

намика миграционного прироста), происходят на фоне технологических изменений, роста уровня цифровизации экономики, отмирания в этой связи ряда профессий и появления новых специальностей, что компенсирует негативное влияние демографических процессов на потенциал роста российской экономики в ближайшие годы и работу трансмиссионного механизма ДКП. Указанные факторы было бы целесообразно дополнить еще одним фактором — цифровой миграцией (дистанционной работой российских резидентов в иностранных компаниях за рубежом и наоборот), технологические возможности, спрос и предложение которой резко увеличились в период пандемии коронавируса. Оценка этого фактора затруднена его латентностью, но он должен учитываться при оценке свободных в экономике трудовых ресурсов (его наиболее квалифицированной части) как элемента производственного потенциала.

Развитие технологий и рост уровня цифровизации экономики должны также рассматриваться в качестве факторов долгосрочного характера, способных оказывать существенное влияние на условия реализации ДКП. Заметим, что Банк России упоминает цифровизацию наряду с глобальными климатическими изменениями в качестве факторов, приводящих к структурным сдвигам в экономике, которые способны изменить значимость тех или иных элементов трансмиссионного механизма (с. 87), однако он не ставит целью комплексную оценку в долгосрочной перспективе ее влияния на работу трансмиссионного механизма.

С точки зрения долгосрочных факторов влияния на ДКП видится актуальным и своевременным отражение в Документе еще одного аспекта, связанного с развитием цифровизации и не упомянутого в нем, а именно обсуждаемой в настоящее время перспективы предоставления институтам финансового рынка возможностей совмещения видов деятельности на финансовом рынке<sup>6</sup>. Задуманная Банком России трансформация должна быть оценена с точки зрения ее влияния на трансмиссионный механизм ДКП, в том числе в отношении глубокого проникновения цифровой валюты Центрального банка в расчеты.

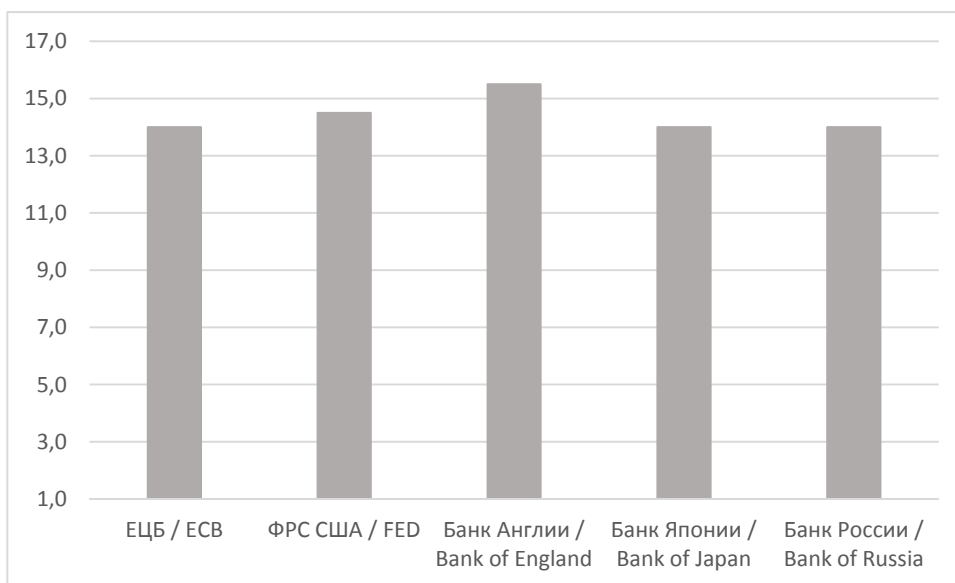
<sup>6</sup> Совмещение видов деятельности на финансовом рынке. Доклад для общественных консультаций. Центральный банк Российской Федерации. Москва 2021. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/124956/Consultation\\_Paper\\_24082021.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/124956/Consultation_Paper_24082021.pdf).

При формировании сценариев макроэкономического развития Банк России по-прежнему оценивает эпидемическую ситуацию и развитие мировой экономики на фоне пандемии коронавирусной инфекции. При этом в отличие от предыдущих лет цена на нефть больше не является основной предпосылкой различия сценариев (цена на нефть рассматривается в комплексе с другими факторами, в том числе с не менее значимым фактором — объемами добычи). Банк России исходит из предпосылок о влиянии пандемии коронавируса на скорость восстановления спроса, а также на глубину падения потенциального выпуска акций, в том числе с учетом возможных отложенных эффектов из-за ограничений экономической активности. Различные сценарии Банка России основываются на комбинации этих предпосылок.

В перспективе на 2022–2024 гг. рассматривается базовый сценарий, который является самым позитивным и предусматривает улучшение эпидемической ситуации в результате распространения эффективной вакцинации населения, а также отсутствия устойчивого повышения мировой инфляции. В качестве альтернатив базовому сценарию предлагаются сценарии, предполагающие усиление пандемии коронавируса, повышение мировой инфляции и финансовый кризис. Данные сценарии не являются исчерпывающими, так как Банк России проводит ДКП в условиях неполной определенности и грамотно обоснует выбор сценариев с учетом факторов развития мировой экономики.

Необходимо отметить, что при разработке сценариев прогнозируемая инфляция по итогам 2021 г. составляет 6–6,2%, хотя по данным за сентябрь 2021 г. она равнялась 7,4% в годовом выражении, что свидетельствует об оптимистичности прогноза, приведенного в Документе. Кроме того, в альтернативных сценариях инфляция также прогнозируется на уровне не выше 6,5% за период 2022–2024 гг. даже с учетом возможного повышения мировой инфляции и возникновения мирового финансового кризиса. Соответственно альтернативные сценарии не учитывают вероятность сильного всплеска инфляционных ожиданий из-за изменения конъюнктуры мирового рынка как проинфляционного фактора, на который на практике сложно воздействовать с помощью ключевой ставки.

Следует также заметить, что сценарии, прописанные в Документе, содержат противоречия. Так,



**Рис. 3 / Fig. 3. Индекс прозрачности денежно-кредитной политики США, Японии, Англии, Европы и России в 2020 г. / Monetary Policy Transparency Index USA, Japan, England, Europe and Russia in 2020**

*Источник / Source:* составлено авторами на основе источников / compiled by the authors based on sources на основании источников URL: [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2020/ko201203a.htm](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2020/ko201203a.htm), URL: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/topic/monetary-policy/html/index.en.html>, URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>.

кризисный сценарий предполагает кризисные явления в мировой экономике в 2023 г. При этом в Российской Федерации прогнозируется, что в 2023 и 2024 гг. прирост денежной массы (M2) замедлится с 9–13% в 2022 г. и составит всего 5–9% в год в 2023–2024 гг. Показатели прироста денежной массы в кризисном сценарии ниже, чем в базовом сценарии (7–11% в 2023 г. и 6–10% в 2024 г.), что представляется недостаточно логичным. При необходимости наращивания мер поддержки экономики в кризисный период оценки такого незначительного прироста являются существенно заниженными. Отметим, что в кризисном 2020 г. прирост M2 составил 13,5%.

### ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ СОВРЕМЕННОЙ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Следует отметить повышение прозрачности ДКП, что соответствует принципу информационной открытости. Нельзя не отметить, что прозрачность ДКП Банка России находится на уровне, сопоставимом с прозрачностью ДКП развитых стран (рис. 3), свидетельствуя об ее высокой информационной открытости.

Дальнейшему повышению информационной открытости и соответственно прозрачности ДКП способствует использование коммуникации как инструмента, применяемого совместно с ключевой ставкой.

Коммуникация как инструмент ДКП способствует не только повышению ее экономической, политической, операционной и процедурной прозрачности, раскрывая стратегию, инструменты и принципы, процедуру принятия решений по ДКП, результаты достижения операционных и стратегических целей, макроэкономические прогнозы и прогнозные модели [10]. Коммуникация способствует также росту лингвистической прозрачности ДКП, делая ее доступной для понимания населением. Это особенно важно ввиду того, что целью применения коммуникации является воздействие на инфляционные ожидания населения. Лингвистическую прозрачность ДКП можно оценивать путем анализа публикационной активности центральных банков в социальных сетях и ведения сайтов или страниц на официальном сайте, где вопросы ДКП раскрываются для населения на понятном ему языке. По данному критерию прозрачность ДКП Банка России

оценивается на очень высоком уровне [11] в связи с тем, что им активно ведется сайт «Финансовая культура»<sup>7</sup>, целью которого является повышение финансовой грамотности населения, в том числе по вопросам ДКП. Банк России ведет также страницы в социальных сетях, а также на YouTube-канале. Данное направление деятельности в отношении открытости ДКП следует развивать с целью повышения охвата аудитории, так как на странице Банка России в соцсетях подписаны менее 0,5% российской аудитории<sup>8</sup>. Лингвистическую прозрачность ДКП, несомненно, повышает наличие в Документе глоссария и списка сокращений.

Несмотря на важность коммуникации как инструмента ДКП, заметим, что до сих пор этот инструмент не нашел законодательного закрепления в Федеральном законе от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

Впервые наряду с ключевой ставкой Банк России отразил сигнал о ключевой ставке как инструменте влияния на инфляционные ожидания в рамках канала ожиданий трансмиссионного механизма ДКП. Однако при описании ее основных инструментов Банк России указывает ключевую ставку и коммуникацию. Вследствие этого считаем более корректным в схеме трансмиссионного механизма приводить именно коммуникацию, а не сигнал о ключевой ставке, так как коммуникация включает не только сигнал о ключевой ставке, но и иные инструменты воздействия на уровень инфляционных ожиданий. Поэтому отображение влияния коммуникации в канале ожидания трансмиссионного механизма ДКП является более соответствующим ее инструментам и принципу информационной открытости.

### **ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ И ИНСТРУМЕНТЫ СОВРЕМЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ**

С учетом современной тенденции к росту социальных и психологических факторов развития экономики среди направлений дальнейшего совершенствования схемы трансмиссионного механизма ДКП следует выделять учет влияния немонетарных факторов на формирование ин-

фляционных ожиданий. В текущей схеме указаны только два фактора, влияющих на инфляционные ожидания: ключевая ставка и сигнал о ключевой ставке. Однако исследования доказывают влияние других немонетарных факторов на уровень инфляционных ожиданий, таких как валютный курс и показатели мирового рынка. Рассмотрение влияния немонетарных факторов на уровень инфляционных ожиданий будет иметь практическую значимость при последующем составлении сценариев макроэкономического развития.

Важным новшеством в применении инструментов ДКП стала публикация прогноза изменения ключевой ставки с 2021 г. Данное нововведение, с одной стороны, позволяет организациям и населению проводить финансовое планирование исходя из прогнозных значений ключевой ставки. С другой стороны, публикация траектории ключевой ставки представляет собой коммуникацию Центрального банка, формирующую у населения инфляционные ожидания, привязка которых к количественной цели по инфляции является важной задачей в условиях таргетирования инфляции. При этом необходимо отметить, что в Документе публикуются траектории ключевой ставки не только для базового сценария, но и для альтернативных сценариев с указанием диапазона значений. Такой прогноз может оказывать сдерживающее влияние на всплеск инфляционных ожиданий в случае перехода макроэкономического развития с базового на альтернативный сценарий.

### **ЦИФРОВОЙ РУБЛЬ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА**

Банк России впервые подробно описал в Документе влияние введения цифрового рубля на ДКП<sup>9</sup>. Согласно мнению Центрального банка введение цифрового рубля не окажет влияния на объем денежной массы, но изменит соотношение между ее компонентами. При этом не указывается, в состав какого денежного агрегата будет входить цифровой рубль: M0 или M1, — или же будет происходить изменение в системе агрегатов посредством введения нового агрегата. Банк России также предполагает, что скорость обращения цифрового рубля будет выше скоро-

<sup>7</sup> Сайт «Финансовая культура». URL: <https://fincult.info>.

<sup>8</sup> Интернет и соцсети в России в 2021 году — вся статистика. URL: <https://www.web-canape.ru/business/internet-i-socseti-v-rossii-v-2021-godu-vsya-statistika>.

<sup>9</sup> Ранее данное влияние менее подробно описывалось в докладе для общественных консультаций «Цифровой рубль».



сти обращения наличных денег, что в условиях широкого распространения цифрового рубля может оказывать влияние на замедление темпов роста денежной массы. Отсюда возникают вопросы о соотношении ликвидности цифрового рубля и наличных денег: какая форма будет являться наиболее ликвидной и означает ли более высокая скорость обращения цифрового рубля его более высокую ликвидность относительно наличных денег?

В Документе также подробно описывается влияние цифрового рубля на денежную базу в сторону ее увеличения. Данное влияние оценивается Банком России как положительное в связи с тем, что оно может решить проблему профицита ликвидности. При этом Центральный банк указывает на то, что увеличение денежной базы посредством введения цифрового рубля будет компенсировано снижением резервных требований с целью недопущения глубокого дефицита ликвидности.

Банк России предполагает, что происходящие изменения в структуре денежной массы и объеме денежной базы не должны существенно отразиться на макроэкономических показателях, в том числе на уровне инфляции, если будет сохраняться достаточный совокупный объем денег для функционирования российской экономики.

В Документе также раскрывается влияние цифрового рубля на ликвидность и прибыль банковского сектора. Банк России считает, что на начальном этапе введения цифрового рубля возможна повышенная волатильность ставок денежного рынка в связи с неопределенностью относительно спроса на новую форму денег. Однако впоследствии введение цифрового рубля должно оказать положительное влияние на ликвидность коммерческих банков по причине снижения спроса на наличные деньги и уменьшения необходимости сезонного наполнения касс и банкоматов наличными деньгами и их сезонной инкассации. Согласно оценке Банка России введение цифрового рубля не должно оказать значимое влияние на прибыль банковского сектора, так как на цифровой рубль не будет начисляться процент. Также утверждается, что коммерческие банки будут предлагать дополнительные услуги при открытии счетов, которые не будут предоставляться Центральным банком при ведении цифрового кошелька. Следователь-

но, конкурентность безналичных денег будет продолжать обеспечиваться. Сюда также можно было бы добавить схему влияния перераспределения средств из наличных денег и со счетов банков в цифровую валюту Центрального банка, приведенную на с. 23 доклада для общественных консультаций «Цифровой рубль»<sup>10</sup>. Схема наглядно отражает отсутствие влияния введения цифрового рубля на размер активов и пассивов коммерческих банков.

В наших исследованиях затрагивалась также проблематика распространения феномена цифровых денег центральных банков и оценки их воздействия в том числе на механизмы денежно-кредитного регулирования [12]. Влияние цифрового рубля на трансмиссионный механизм ДКП раскрывается в Документе как положительное явление в долгосрочной перспективе вследствие расширения доступности финансовых услуг. Однако Банк России указывает и на возможное затруднение передачи сигналов трансмиссионным механизмом в начальный период введения цифрового рубля в результате неопределенности относительно реакции населения и организаций на введение новой формы денег.

Таким образом, влияние цифрового рубля на ДКП в долгосрочной перспективе оценивается в настоящее время как положительное. При этом дальнейшая реализация проекта введения цифрового рубля требует проведения дальнейших исследований, в том числе касающихся влияния новой формы денег на ДКП [13].

## ВЫВОДЫ

Отдельные положения Документа носят сугубо теоретизированный, оторванный от реальности характер, хотя и свидетельствуют об информационной открытости Банка России. Так, на с. 11 Документа дано объяснение оснований для повышения Банком России ключевой ставки: «В ситуации, когда темпы роста и уровень совокупного спроса начинают опережать производственные возможности экономики, происходит отклонение экономики вверх от потенциала. Для предотвращения ее перегрева и связанного с этим отклонения инфляции и инфляционных

<sup>10</sup> Цифровой рубль: доклад для общественных консультаций. Центральный банк Российской Федерации: официальный сайт. URL: [https://cbr.ru/StaticHtml/File/112957/Consultation\\_Paper\\_201013.pdf](https://cbr.ru/StaticHtml/File/112957/Consultation_Paper_201013.pdf).

ожиданий вверх от цели необходимо временное повышение ключевой ставки выше ее нейтрального уровня». Очевидно, что последовательное и многократное повышение Банком России в 2021 г. ключевой ставки не было связано с этими традиционно описываемыми в учебниках факторами: не наблюдалось и не наблюдается до сих пор угрозы перегрева только начавшей восстанавливаться экономики после шока пандемийного локдауна, ни опережения уровня совокупного спроса над производственными возможностями экономики. В основе принимаемых Банком России мер по сдерживанию инфляции уже давно лежит стратегия сдерживания немонетарной инфляции монетарными методами, что оказывает депрессивное влияние на потенциал развития российской экономики. Такое

отклонение реальных оснований для принятия решений от официально декларируемых целей не способствует обеспечению прозрачности деятельности мегарегулятора и снижает уровень доверия к проводимой им политике со стороны финансового рынка и экономических субъектов в целом.

Несмотря на высказанные замечания, эксперты Финансового университета положительно оценивают представленный проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов», но полагают, что он может быть дополнен и в большей степени конкретизирован с учетом отмеченных выше замечаний, предложений и новых явлений, которые могут появиться в первом полугодии 2022 г.

## БЛАГОДАРНОСТЬ

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

## ACKNOWLEDGEMENT

The article was prepared based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds under the state assignment of the Financial University.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. 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
2. Пищик В.Я. Факторы содействия повышению конкурентоспособности российского рубля в международном обороте. *Банковские услуги.* 2021;(6):2–8. DOI: 10.36992/2075–1915\_2021\_6\_2
3. Звонова Е.А., Пищик В.Я., Алексеев П.В. Оптимизация деятельности институтов содействия инвестициям в устойчивый рост российской экономики. *Финансы: теория и практика.* 2021;25(4):110–120. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–4–110–120
4. Абрамова М.А. Роль кредитной системы России в формировании внутреннего инвестиционного спроса. Монография. М.: КНОРУС; 2018. С. 62–67.
5. Абрамова М.А. Новые траектории развития финансового сектора России. Монография. Эскиндаров М.А., Масленников В.В., ред. М.: Когито-Центр; 2019. 367 с.
6. 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;11(1):6–20. DOI: 10.26794/1999–849X-2018–11–1–6–20
7. 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;13(1):6–19. DOI: 10.26794/1999–849X-2020–13–1–6–19
8. Александрова Л.С., Захарова О.В. Деятельность Банка России и проблемы монетизации национальной экономики. *Экономика. Бизнес. Банки.* 2020;10(48):48–59.

9. Абрамова М. А., Дубова С. Е., Баярсайхан З. Формально-функциональный анализ роли денег в воспроизводственном процессе: новые аспекты современной теории денег. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(3):66–89. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–3–66–89
10. Зеленева Е. С. Использование коммуникации Банком России в целях обеспечения ценовой стабильности. *Банковское дело*. 2021;(3):14–20.
11. Зеленева Е. С. Оценка прозрачности современной денежно-кредитной политики. *Банковские услуги*. 2021;(6):17–25. DOI: 10.36992/2075–1915\_2021\_6\_17
12. Дубова С. Е. Анализ потенциала распространения феномена цифровых денег центральных банков кредитными организациями и институтами нефинансового сектора экономики. *Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством*. 2021;49(3):59–69.
13. Абрамова М. А. Денежный рынок «цифровой реальности» и проблемы потребительского поведения. *Банковские услуги*. 2021;(8):2–12.

## REFERENCES

1. Abramova M. A., Dubova S. E., Ershov M. V., Zvonova E. A., Maslennikov V. V., Pishik V. Ya. On the main 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
2. Pishik V. Ya. Factors of promoting the competitiveness of the Russian ruble in international turnover. *Bankovskie uslugi = Banking services*. 2021;(6):2–8. (In Russ.). DOI: 10.36992/2075–1915\_2021\_6\_2
3. Zvonova E. A., Pishik V. Ya., Alekseev P. V. Optimization of the activities of investment promotion institutions in the sustainable growth of the Russian economy. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(4):110–120. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–4–110–120
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. Abramova M. A. New trajectories of development of the financial sector of Russia. Monograph. Eskindarov M. A., Maslennikov, eds. Moscow: Kogito-Center; 2019. 367 p. (In Russ.).
6. Abramova M. A., Dubova S. E., Zvonova E. A., Larionova I. V., Maslennikov V. V. Main directions of the unified state monetary policy for 2018 and the period 2019 and 2020: opinion of experts of the Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2018;11(1):6–20. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X-2018–11–1–6–20
7. Abramova M. A., Dubova S. E., Zvonova E. A., Lavrushin O. I., Maslennikov V. V. On the main directions of the unified state monetary policy for 2020 and the period 2021 and 2022: opinion of experts of the 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
8. Alexandrova L. S., Zakharova O. V. Activities of the Bank of Russia and problems of monetization of the national economy. *Ekonomika. Biznes. Banki. = Economy. Business. Banks*. 2020;10(48):48–59. (In Russ.).
9. Abramova M. A., Dubova S. E., Bayarsaikhan Z. Formal and functional analysis of the role of money in the reproduction process: new aspects of the modern theory of money *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(3):66–89. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–3–66–89
10. Zeleneva E. S. Use of communication by the Bank of Russia to ensure price stability. *Bankovskoe delo = Banking*. 2021;3:14–20. (In Russ.).
11. Zeleneva E. S. Assessment of transparency of modern monetary policy. *Bankovskie uslugi = Banking services*. 2021;6:17–25. (In Russ.). DOI: 10.36992/2075–1915\_2021\_6\_17
12. Dubova S. E. Analysis of the potential for the spread of the phenomenon of digital money of central banks by credit organizations and institutions of the non-financial sector of the economy. *Izvestiya vysshih uchebnykh zavedenij. Seriya Ekonomika, finansy i upravlenie proizvodstvom = Izvestia of higher educational institutions. Economics, Finance and Production Management series*. 2021;49(3):59–69. (In Russ.).
13. Abramova M. A., Karpova S. V. The money market of “digital reality” and the problems of consumer behavior. *Bankovskie uslugi = Banking services*. 2021;8:2–12. (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

**Ольга Владимировна Захарова** — старший преподаватель, заместитель руководителя департамента банковского дела и финансовых рынков, научный сотрудник Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия  
ovzaharova@fa.ru

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

**Елена Сергеевна Зеленева** — ассистент, аспирант департамента банковского дела и финансовых рынков, стажер — исследователь Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия  
ESZeleneva@fa.ru

**Владимир Владимирович Масленников** — доктор экономических наук, профессор, президент Автономной некоммерческой организации «Центр по внедрению и развитию формата ИксБиАрЭл» (Центр XBRL), Москва, Россия  
vvmasl@mail.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

**Olga V. Zakharova** — Senior Lecturer, Deputy Head of the Department of Banking and Financial Markets, Researcher at the Research Center for Monetary Relations, Financial University, Moscow, Russia  
ovzaharova@fa.ru

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

**Elena S. Zeleneva** — Assistant Lecture, Postgraduate Student of the Department of Banking and Financial Markets, Intern Researcher at the Research Center for Monetary Relations, Financial University, Moscow, Russia  
ESZeleneva@fa.ru



**Vladimir V. Maslennikov** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., President of the Autonomous Non-profit organization “Center for the Implementation and Development of the XBRL Format” (XBRL Center), 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 макропруденциальной политики, долгосрочных факторов влияния на денежно-кредитную политику.

**М. В. Ершов** — научный анализ сценариев основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики.

**О. В. Захарова** — научный анализ влияния денежно-кредитной политики Банка России на ликвидность банковского сектора, эффективность применяемых регулятором инструментов.

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

**Е. С. Зеленева** — научный анализ прозрачности денежно-кредитной политики и коммуникации как инструмента денежно-кредитной политики, оценка обоснования влияния цифрового рубля на денежно-кредитную политику.

**В. В. Масленников** — научный анализ обоснованности долгосрочных прогнозов развития монетарной сферы и долгосрочных факторов формирования и реализации денежно-кредитной политики.

**В. Я. Пищик** — обоснование целесообразности режима гибко регулируемого валютного курса российской рубля с позиций оптимизации условий инвестиций и 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 applied instruments and methods of monetary and macroprudential policy, long-term factors influencing monetary policy.

**Mikhail V. Ershov** — scientific analysis of scenarios of the main directions of the unified state monetary policy.

**Olga V. Zakharova** — scientific analysis of the impact of the monetary policy of the Bank of Russia on the liquidity of the banking sector, the effectiveness of the instruments used by the regulator.

**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.

**Elena S. Zeleneva** — scientific analysis of monetary policy transparency and communication as a monetary policy tool, assessment of the rationale for the impact of the digital ruble on monetary policy.

**Vladimir V. Maslennikov** — scientific analysis of the validity of long-term forecasts of the development of the monetary sphere and long-term factors of the formation and implementation of monetary policy.

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

*Статья поступила 24.10.2021; принята к публикации 10.01.2022.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was received 24.10.2021; accepted for publication 10.01.2022.*

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