

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/1999-849X-2024-17-1-6-22

УДК 336.7+330.34(045)

JEL E5, E6, G21

# Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов: мнение экспертов Финансового университета

М.А. Абрамова, С.Е. Дубова, В.Ю. Диденко, М.В. Ершов, О.В. Захарова, Е.С. Зеленева, И.В. Ларионова, В.Я. Пищик  
Финансовый университет, Москва, Россия

## АННОТАЦИЯ

*Предмет исследования* – задачи, принципы, меры и инструменты, механизм и факторы реализации единой государственной денежно-кредитной политики на период 2024–2026 гг. с учетом складывающейся макро- и геоэкономической ситуации. *Цель работы* – на основе экспертизы и анализа основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов выявить проблемы формирования и реализации денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе для успешного достижения поставленной задачи трансформации российской экономики. Установлено, что при таргетировании инфляции как режима денежно-кредитной политики должны учитываться такие факторы, как введение против российского реального и финансового секторов беспрецедентных по масштабу санкций, которые оказали значительное негативное влияние на логистику и расчеты, а также ограничения и приостановка работы в российской экономике ряда международных компаний, обуславливая повышение значения вклада денежно-кредитной политики в экономическое развитие России, связанного с процессом структурной перестройки экономики, активизацией внутренних факторов роста. Особое внимание уделено проблемам современных принципов денежно-кредитной политики, эффектов ее трансмиссионного механизма. *Сделаны выводы* о том, что установленные Банком России основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 г. и период 2025 и 2026 гг. заслуживают положительной оценки с учетом замечаний и рекомендаций, сформулированных экспертами Финансового университета.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика; трансмиссионный механизм; сценарии развития; таргетирование инфляции; антиинфляционная политика; валютная политика; макропруденциальная политика; коммуникационная политика; монетарная сфера

**Для цитирования:** Абрамова М.А., Дубова С.Е., Диденко В.Ю., Ершов М.В., Захарова О.В., Зеленева Е.С., Ларионова И.В., Пищик В.Я. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов: мнение экспертов Финансового университета. *Экономика. Налоги. Право.* 2024;17(1):6-22. DOI: 10.26794/1999-849X-2024-17-1-6-22

ORIGINAL PAPER

## On the Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2024 and the Period 2025 and 2026: Opinion of Experts of the Financial University

M.A. Abramova, S.E. Dubova, V.Yu. Didenko, M.V. Ershov, O.V. Zakharova, E.S. Zeleneva, I.V. Larionova, V.Y. Pishik  
Financial University, Moscow, Russia

## ABSTRACT

*The subject of the study* is the tasks, principles, measures and tools, mechanism and factors of the implementation of the unified state monetary policy for the period 2024–2026, taking into account the current macro- and geo-economic situation. *The purpose of the work* is to identify the problems of formation and implementation of monetary

© Абрамова М.А., Дубова С.Е., Диденко В.Ю., Ершов М.В., Захарова О.В., Зеленева Е.С., Ларионова В.Я., Пищик В.Я., 2024

policy in the medium term on the basis of expertise and analysis of the Main Directions of the unified state monetary policy for 2024 and the period 2025 and 2026. In order to successfully achieve the task of transforming the Russian economy. It is established that when targeting inflation as a monetary policy regime, factors such as the introduction of unprecedented sanctions against the Russian real and financial sectors, which had a significant negative impact on logistics and calculations, as well as restrictions and suspension of work in the Russian economy of a number of international companies, causing an increase in the value of the monetary contribution, should be taken into account. the contribution of policy to the economic development of Russia related to the process of structural restructuring of the economy, the activation of internal growth factors. Special attention is paid to the problems of modern principles of monetary policy and the effects of its transmission mechanism. *The conclusions are drawn* that the Main Directions of the unified state monetary policy for 2024 and the period of 2025 and 2026 established by the Bank of Russia deserve a positive assessment, taking into account the comments and recommendations formulated by experts of the Financial University.

**Keywords:** monetary policy; transmission mechanism; development scenarios; inflation targeting; anti-inflationary policy; monetary policy; macroprudential policy; communication policy, monetary sphere

**For citation:** Abramova M.A., Dubova S.E., Didenko V.Yu., Ershov M.V., Zakharova O.V., Zeleneva E.S., Larionova I.V., Pishik V.Y. On the main directions of the unified state monetary policy for 2024 and the period 2025 and 2026: opinion of experts of the Financial University. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2024;17(1):6-22. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2024-17-1-6-22

## ВВЕДЕНИЕ

«Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов»<sup>1</sup> (далее — Документ) традиционно раскрывают важные направления развития российской экономики и ее монетарной сферы в среднесрочной перспективе, определяют позицию Банка России по актуальным вопросам текущего состояния российской экономики и прогнозам ее развития в 2024–2026 гг.

Материалы Документа свидетельствуют о том, что Банк России сохраняет определенную преемственность действий, несмотря на нестабильную экономическую ситуацию, нарастание геополитических и экономических рисков, констатируя в качестве основной задачи на 2024–2026 гг. обеспечение ценовой стабильности, т.е. низкой и стабильной инфляции, как «условия для успешной перестройки экономики, начавшейся в 2022 г., и ее сбалансированного роста в дальнейшем» (Документ, с. 3). Таким образом, Банк России вновь подчеркивает, что денежно-кредитная политика (далее — ДКП) в среднесрочной перспективе будет носить контрциклический характер и не иметь в четком целеполагании решения важнейшей народнохозяйственной задачи достижения устойчивого экономического роста на основе трансформации экономики.

При этом контрциклический характер ДКП предполагает, что действия Банка России будут ориен-

тированы на обеспечение меньшего циклического спада/перегрева экономики, противостояние шокам, возникающим в кризисные периоды, способствуя тем самым формированию условий для сбалансированного роста экономики и ее долгосрочного развития, но не имея *прямой цели* ее трансформации в целях обеспечения устойчивого роста.

## СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

В Документе приводятся три альтернативных плана развития российской экономики на период 2024–2026 гг., т.е., кроме базового плана, — сценарии «Усиление фрагментации» и «Рисковый сценарий». При этом прогнозные показатели в сценариях, как представляется, не соответствуют мерам, которые рассматриваются в качестве ключевых задач. Например, в сценарии «Усиление фрагментации», который, очевидно, во всех странах приводит к необходимости создания более прочных *внутренних основ* для экономического роста, Банк России в 2024 г. предполагает повышение ключевой ставки по сравнению с базовым сценарием вместо того, чтобы сделать более комфортными возможности ведения бизнеса внутри страны. При этом рост денежной массы во всех трех сценариях в 2024 г. предполагается практически на одинаковом уровне, тогда как кризисный сценарий должен предусматривать наличие дополнительной ликвидности, которая должна поступать в экономику для стабилизации неблагоприятной ситуации. С учетом непростой ситуации, скла-

<sup>1</sup> URL: [https://cbr.ru/content/document/file/150582/on\\_2024\(2025-2026\).pdf](https://cbr.ru/content/document/file/150582/on_2024(2025-2026).pdf).

дывающейся в мировой экономике вследствие ее замедления и нарастающего инфляционного давления, оценки по возвращению инфляции для российской экономики к цели 4% в 2024 г. видятся слишком оптимистичными и требующими корректировки на основе анализа складывающейся макроэкономической ситуации.

Следует отметить, что и при развитии экономики по оптимистичному базовому сценарию, и при ее следовании более рисковому альтернативным сценариям прогнозируется ужесточение ДКП с целью сдерживания базовых параметров инфляционного давления посредством снижения объемов и динамики кредитования.

Рестрикционная ДКП станет одним из факторов снижения инвестиционной активности и сдерживания экономического роста: даже базовый сценарий предполагает замедление темпов роста ВВП в 2024 г. до 1,5–2,5%.

### ЦЕЛЕВОЙ ОРИЕНТИР ДКП

Проведенный Банком России анализ ДКП, реализованный в 2021–2023 гг., показал эффективность выбранной стратегии таргетирования инфляции<sup>2</sup>. С точки зрения целеполагания ДКП и достижения Банком России поставленной цели она, действительно, продемонстрировала свою эффективность. Однако мы продолжаем придерживаться мнения, которое высказывали в предыдущих экспертных заключениях на аналогичные материалы, — вклад Банка России в структурную трансформацию экономики лишь в виде обеспечения ценовой стабильности представляется неоправданно скромным особенно в условиях современной сложной для российской экономики ситуации.

В Документе указывается, что целевой ориентир на 2024–2026 гг. по-прежнему остается на уровне годовой инфляции «вблизи 4%» постоянно. Позиция Банка России в отношении цели ДКП обоснована: в случае установления целевого коридора по инфляции население и бизнес могут воспринимать верхнюю границу коридора как заданное целевое значение, что затруднит привязку инфляционных ожиданий к якорю. Заметим, что эксперты Финансового университета ранее направляли в адрес Банка России замечание по поводу неоднозначного

восприятия точечной цели по инфляции [1], в связи с чем в текущем Документе регулятор дал подробное разъяснение выбранной точечной цели и формулировки (*врезка 1*), а также привел таблицу с целевыми ориентирами по инфляции в других странах (*табл. П-6–1*), которая наглядно иллюстрирует распространенность точечного ориентира в странах, таргетирующих инфляцию.

Сложные макроэкономические условия, вероятнее всего, не позволят Банку России в краткосрочной перспективе достичь указанной цели. Учитывая это, а также позитивный зарубежный опыт (*приложение 6 «Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления», рис. П-6–3*), было бы целесообразно установить не четкий ориентир (точку), а диапазон (4+-1), как это сделано в других странах с развивающимися рынками и близкими нам целями (Индии, Армении и др.), что подтверждается оценкой результативности таргетирования инфляции (*рис. П-6–4 приложения 8*). В странах, где установлены диапазоны цели по инфляции, результативность таргетирования инфляции заметно выше, а регуляторы, что немаловажно, несут меньшие репутационные риски в связи с недостижением заявленных целей.

Заметим некоторую некорректность представленного в Документе *рис. П-6–4*, не показывающего диапазоны ориентиров по инфляции у стран, имеющих подобный диапазон, в сравнении с *рис. П-8–4* Документа прошлого года, что затрудняет анализ результативности таргетирования инфляции странами с разными целевыми ориентирами.

### ПРИНЦИПЫ И РОЛЬ ДКП В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

Неизменными Банк России оставляет и *принципы* ДКП, но раскрывает их с учетом сложившихся тенденций развития российской экономики в условиях санкционных ограничений и фрагментации мировой экономики. В Документе текущего года Банком России наряду с прочими принципами декларируется «применение ключевой ставки и коммуникации как основных инструментов денежно-кредитной политики» (с. 9).

Поддерживаем регулятора в том, что коммуникации с рынком, наряду со ставками, в последние годы оказывают существенное влияние на поведение экономических агентов и воздействуют на трансмиссионный механизм денежно-кредитного регулирования. Однако указанный инструмент до

<sup>2</sup> Обзор денежно-кредитной политики. Доклад для общественных консультаций. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/146814/Consultation\\_Paper\\_18052023.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/146814/Consultation_Paper_18052023.pdf).

сих пор не нашел законодательного закрепления в Федеральном законе от 10.07.2002 № 86 «О центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (на что обращалось внимание ранее в экспертном заключении), ставя под вопрос его упоминание в качестве инструмента в стратегическом документе такого уровня, как «Основные направления ...».

Регулятор четко расставляет акценты относительно роли ДКП в условиях введения против российского реального и финансового секторов беспрецедентных по масштабу санкций, которые оказали значительное негативное влияние на логистику и расчеты, экспортно-импортные потоки товаров и услуг, а также на работу в российской экономике ряда международных компаний, что не могло не отразиться негативно на состоянии финансового рынка: увеличении его волатильности, росте рисков финансовой стабильности, а также девальвационных и инфляционных ожиданий.

В этой связи особую актуальность для населения и бизнеса приобретает создание предсказуемой внутренней среды в виде четких и устойчивых ориентиров и понятных правил, устанавливаемых монетарным регулятором. Однако таким вопросам, как обеспечение стабильного курса рубля, стимулирование инвестиций и создание основы длинных денег в целях трансформации российской экономики, уделяется неоправданно малое внимание.

Как представляется, такой подход ориентирован на достижение в первую очередь краткосрочных задач и существенно ограничивает потенциал ДКП как важнейшего инструмента экономической политики. По сути, из Документа «выводится» его долгосрочная роль и уменьшается его системообразующее значение.

## СПЕЦИФИКА ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДКП

Адаптация российской экономики к новым условиям требует значительных по времени усилий, поскольку действие сигналов в трансмиссионном механизме ДКП было нарушено из-за резкого изменения внешних и внутренних условий.

Каналы реализации ДКП не всегда корректно отражали импульсы, передаваемые органами денежно-кредитного регулирования в экономику, а сам трансмиссионный механизм отличался сложностью, нелинейностью и изменчивостью. С точки зрения проведения экспертизы материала Документа, следует положительно оценить приводимое в прило-

жении 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики» разъяснение и развитие теории трансмиссионного механизма ДКП.

Своевременным и заслуживающим одобрения считаем корректирование Банком России модельного аппарата для подготовки прогноза по ДКП с учетом введения ограничений на движение капитала, что делает прогноз более понятным не только для специалистов — исследователей денежно-кредитной сферы, но и всего населения и бизнеса как активных субъектов финансового рынка.

## ИНСТРУМЕНТАРИЙ СОВРЕМЕННОЙ ДКП

Влияние *ключевой ставки* как основного инструмента ДКП на ставки кредитного и депозитного рынков происходит опосредованно *через механизм предоставления ликвидности*. С 16 октября 2023 г. Банк России трансформирует стандартный механизм в основной и дополнительный. Если цель основного механизма совпадает с целью действовавшего ранее стандартного механизма и заключается в обеспечении формирования ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки, то целью дополнительного механизма станет выполнение Банком России функции «кредитора последней инстанции».

В рамках основного механизма (далее — ОМ) будут применяться как операции постоянного действия (однодневные операции РЕПО, внутриведенные кредиты, кредиты овернайт, кредиты под залог ценных бумаг из Ломбардного списка и нерыночных активов сроком до 30 дней), так и аукционы при проведении операций РЕПО (сроком от 1–6 дней, неделя, месяц, год), предоставлении кредитов под залог нерыночных активов (сроком 3 месяца). Существенного изменения стоимости рефинансирования не произойдет. Стоимость рефинансирования в рамках основного механизма будет изменяться и равняться ключевой ставке, увеличенной на 1 процентный пункт по операциям постоянного действия.

В рамках дополнительного механизма (далее — ДМ) будут проводиться операции РЕПО и предоставляться кредиты под залог нерыночных активов сроком от 1 до 180 дней. Процентная ставка по операциям ДМ будет выше и равняться ключевой ставке, увеличенной на 1,75 процентного пункта.

Отличия операций рефинансирования в рамках основного и дополнительного механизмов будут проявляться не только в различной стоимости

и сроках. Регулятор предполагает разделить все обеспечение на две группы, в каждую из которых войдут рыночные и нерыночные активы. Ценные бумаги из Ломбардного списка Банка России и нерыночные активы, имеющие наиболее высокое качество, будут применяться в рамках операций ОМ. В то же время в части остальных ценных бумаг при проведении операций рефинансирования ДМ Банк России не планирует менять существенно требования, предъявляемые к ценным бумагам и нерыночным активам, принимаемым в залог при предоставлении ликвидности.

Признавая значимость внутрисуточных кредитов, Банк России предусмотрел, что обеспечением при проведении платежей станут активы, входящие как в группу ОМ, так и в группу ДМ.

Критерий доступа кредитных организаций к операциям Банка России (наличие кредитного рейтинга не ниже установленного) не изменится и будет единым для ОМ и ДМ.

Положительно оценивая совершенствование механизмов предоставления ликвидности, нельзя не обратить внимания на важность прогноза влияния введения ДМ на рынок межбанковского кредитования.

Документ содержит также анализ нововведений, касающихся применения механизма обязательного резервирования. С одной стороны, совершенствуется процесс передачи кредитными организациями данных для расчета обязательных резервов путем использования личных кабинетов. С другой стороны, Банк России вводит новый порядок штрафов за несоблюдение требований к обязательным резервам. Нововведения подразумевают расчет штрафа исходя из ключевой ставки, действующей на момент нарушения, а не на момент предъявления штрафа. Эксперты положительно оценивают данные нововведения, так как они способствуют снижению издержек кредитных организаций по взаимодействию с регулятором, а также повышают предсказуемость мер ответственности за несоблюдение порядка резервирования.

Положительной оценки также заслуживает планируемое исключение средств в цифровой валюте из списка резервируемых обязательств, наряду с наличными денежными средствами. Ввиду того, что цифровой рубль по природе близок к наличным рублям, средства в цифровой валюте не будут мультиплицироваться и создавать дополнительный объем денежной массы. Поэтому применение к циф-

ровым рублям норматива обязательных резервов нецелесообразно ввиду низкой эффективности данного инструмента для сдерживания роста цифровой денежной массы в обращении.

Важно обратить внимание на то, что Банк России продолжает корректировать *нормативы обязательных резервов* по всем видам обязательств с целью снижения профицита ликвидности. Максимального значения достигает норматив обязательных резервов по обязательствам в валюте недружественных стран (8,5%), в то время как данный норматив по обязательствам в валюте дружественных стран составляет 6%. При этом статистика, приведенная в Документе, показывает, что доля обязательств в валюте дружественных стран составляет только 5%, а недружественных стран — 10%. Данная структура нормативов обусловлена множеством факторов, включая внешнеэкономические и геополитические обстоятельства, однако считаем, что дальнейшее повышение норматива обязательных резервов по обязательствам в валюте недружественных стран способствовало бы более эффективному выведению из оборота данного рода обязательств и соответственно снижению зависимости российской экономики от экономик недружественных стран.

Регулятор предполагает, что отмеченные нововведения позволят более эффективно управлять ликвидностью банковского сектора, изменяя условия предоставления денежных средств (стоимость, сроки), пула обеспечения для операций основного и дополнительного механизмов рефинансирования. В случае дефицита ликвидности банковского сектора доступ к рефинансированию будет обеспечиваться благодаря широкому перечню активов, входящих в общий пул обеспечения.

Прогнозируя ликвидность банковского сектора на предстоящий период, регулятор справедливо учитывает бюджетные операции, рост спроса на наличные деньги, увеличение остатков на корреспондентских счетах банков выше уровня, необходимого для равномерного усреднения обязательных резервов.

## ДКП И ИНЫЕ ВИДЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ: ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА

Место и роль валютного курса в системе мер и направлений единой ДКП на 2024 г. и период 2025–2026 гг. важно оценивать в контексте его взаимосвязей с происходящими структурными трансфор-

мациями в модели управления и финансирования российской экономики под влиянием санкционного режима и экономической значимости сбалансированного торгового баланса для поддержания равновесного курса российского рубля по отношению к доллару США [2; 3; 4].

В Документе режиму плавающего валютного курса отведена роль инструмента подстройки под меняющуюся внешнюю среду, сглаживающего воздействие внешних факторов на экономику (с. 4). Вместе с тем в экстраординарных условиях допустимо временное введение валютных ограничений с их последующим смягчением по мере снижения рисков. В частности, установленные Банком России в начале 2022 г. ограничения на свободное трансграничное движение рассматриваются как временная мера по нейтрализации рисков финансовой стабильности в результате блокировки валютных счетов Банка России и введения санкций.

В новых условиях, несмотря на действие мер по контролю за движением капитала, курс рубля остается плавающим. В Документе отмечается совместимость временного использования ограничений на свободу движения капитала для снижения рисков для финансовой стабильности со стратегией таргетирования инфляции и режимом плавающего валютного курса. (с. 13–14). Такая совместимость представляется дискуссионной с учетом того, что вводимые валютные ограничения по счету движения капитала платежного баланса, наряду с ограничениями на использование резервных валют для расчетов по экспортно-импортным операциям, усиливают в условиях плавающего валютного курса волатильность национальной валюты, а необходимость поддержания ценовой устойчивости требует значительного повышения процентных ставок.

В результате возникает эрозия действующего валютного канала трансмиссионного механизма (канала валютного курса), роль которого определяется влиянием ДКП на инфляцию, опосредованным изменением курса национальной валюты. Под влиянием изменившихся внутренних и внешних условий функционирования российской экономики происходят существенные трансформации в механизмах влияния валютного канала на инфляцию.

Традиционно валютный канал воздействует на инфляцию непосредственно через цены на импортируемые товары, а также через рублевую оценку стоимости экспорта и импорта, на которую существенно влияет ослабление или укрепление курса

национальной денежной единицы по отношению к иностранным валютам. В новых условиях изменение роли и влияния валютного канала на финансовую устойчивость обусловлено несколькими причинами. В Документе обоснованно выделяются два важных фактора снижения значимости в последние годы канала валютного курса в процессе ценообразования:

1) шоки, связанные с дезорганизацией глобального товарного рынка в период пандемии 2020–2021 гг. и изменениями логистики, расчетов и ценообразования по внешнеторговым сделкам в условиях санкционных ограничений;

2) ослабление связи между российским и иностранными финансовыми рынками и соответственно снижение влияния рублевых процентных ставок на валютный курс (с. 103).

Кроме того, в новых условиях эрозия канала валютного курса обусловлена следующими причинами.

*Во-первых*, базисным фактором нарушения нормального функционирования валютного канала является нерепрезентативность традиционного метода курсообразования рубля к доллару США как объективному индикатору оценки эффективности внешнеэкономической деятельности и экономики страны в целом. Курсовая волатильность самого доллара на международном валютном рынке и его преимущественно долговое обеспечение в сочетании с отключением российских банков от системы перевода финансовых сообщений SWIFT и доступа к валютной ликвидности на международных финансовых рынках не позволяют объективно оценивать внешнюю стоимость рубля и соответственно достоверно определять влияние канала валютного курса на инфляцию.

*Во-вторых*, деформацией в объективной оценке курса рубля, во многом обусловленной «мозаичностью» валютной структуры платежей и расчетов по экспортно-импортным операциям (доллары, евро, китайские юани, индийские рупии, российские рубли, другие валюты). Стоимостная основа и надежность обеспеченности этих валют существенно различаются, влияя в конечном счете на динамику валютного курса рубля. Одновременно значительная волатильность курса рубля в течение последних 1,5 лет вследствие чередования жестких валютных ограничений весной 2022 г. и позднее их сжатого во времени смягчения снижает доверие к действующей модели оценки влияния валютного канала на инфляцию. По сути, нарушается

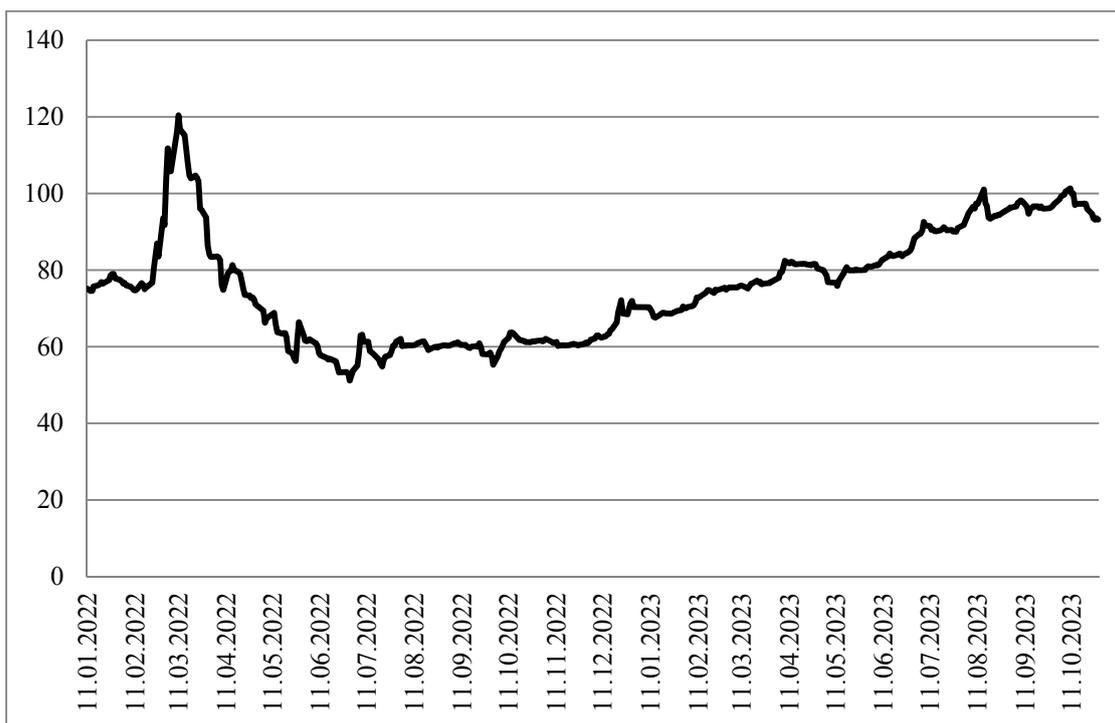


Рис 1. / Fig. 1. Динамика курса российского рубля к доллару США в 2022–2023 гг. / Dynamics of the exchange rate of the Russian ruble against the US dollar in 2022–2023

Источник / Source: построено авторами по данным Банка России / compiled by the authors according to the Bank of Russia.

взаимосвязь валютного и процентного каналов ДКП Банка России.

Так, ситуация в курсовой динамике рубля существенно не изменилась после трехкратного значительного повышения процентной ставки Банка России 21 июля, 15 августа и 15 сентября 2023 г. в целом с 7,5 до 13%. Это подтверждает слабое влияние канала процентной политики на валютный курс (рис. 1).

При этом наметившаяся весной-летом текущего года тенденция к снижению инфляции была нарушена существенным ростом цен в сентябре (табл.).

Банк России повысил 27 октября 2023 г. ключевую ставку до 15%, поскольку, как отмечается в пресс-релизе, «текущее инфляционное давление значительно усилилось и складывается выше ожиданий Банка России»<sup>3</sup>.

Согласно обновленному прогнозу Банка России «по итогам 2023 г. годовая инфляция сложится в диапазоне 7,0–7,5%»<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Банк России принял решение повысить ключевую ставку на 200 б.п., до 15,00% годовых. Пресс-релиз Банка России. 27 октября 2023 г. URL: [https://www.cbr.ru/press/pr/?file=27102023\\_133000key.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=27102023_133000key.htm).

<sup>4</sup> Там же.

Снижение влияния валютного канала на инфляцию обусловлено также резким сокращением долларовой ликвидности на денежном рынке Мосбиржи вследствие девальютации пассивов российского банковского сектора, возросшего перевода физическими лицами и компаниями валютных депозитов в «токсичных» валютах в рубль и роста дефицита ликвидности своп-рынка «токсичных» валют.

В Документе оцениваются перспективы развития трансмиссионного механизма ДКП и отмечается, что происходящая структурная перестройка российской экономики под влиянием геополитических рисков в 2022–2023 гг. ослабляет зависимость внутреннего рынка от внешних рынков и динамики курса рубля, способствуя снижению значимости валютного канала трансмиссионного механизма и росту значимости остальных каналов (с. 106–107). Такой вывод представляется обоснованным лишь частично, учитывая по-прежнему активное участие России в международной торговле. Что касается участия России на внешних финансовых рынках, то оно традиционно невелико, например в использовании зарубежных кредитов и займов в качестве источника финансирования основного капитала

Таблица / Table

**Динамика темпа инфляции в России в 2023 г. (по месяцам) / Dynamics of the inflation rate in Russia in 2023 (by month)\***

Месяц / Month	Темп инфляции / Inflation rate
Январь / January	0,84
Февраль / February	0,46
Март / March	0,37
Апрель / April	0,38
Май / May	0,31
Июнь / June	0,37
Июль / July	0,63
Август / August	0,28
Сентябрь	0,87
Всего / Total:	4,57

Источник / Source: Цены, инфляция. Потребительские цены. Росстат / Prices, inflation. Consumer prices. Rosstat. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/price>.

\* Уровень месячной инфляции, представленный в этой таблице, рассчитывается за период от первого до последнего числа месяца / The monthly inflation rate shown in this table is calculated for the period from the first to the last day of the month.

российских предприятий (примерно 8–9% в их общей структуре).

При оценке влияния валютного канала важно учитывать не только количественные показатели, но и изменения в его качественных характеристиках. Так, повышаются требования к качеству функционирования валютного канала, связанные с регулированием рисков расширения спектра используемых валют в качестве средства платежа и расчетов.

В среднесрочной перспективе действенным методическим инструментом страхования валютных рисков в условиях трансформации валютной структуры расчетов по внешнеторговым операциям является переход к модели экспортного паритета с поддержанием сбалансированности экспортно-импортных операций на основе сближения ценовых условий продажи товаров на внешнем и внутреннем рынках [6; 7; 8]. Такой подход находится в русле государственной политики обеспечения технологического и финансового суверенитетов страны в соответствии с концепцией Правительства РФ развития российской экономики по сценарию «Ускоренная адаптация», предусматривающему сокращение доли экспортных отраслей в структу-

ре ВВП России с 29,8% в 2021 г. до 22,6% в 2030 г. в пользу роста обрабатывающих производств, ориентированных на внутренний рынок<sup>5</sup>. В контексте жесткого санкционного режима в целях повышения прогнозируемости курса рубля актуальным является активное использование инструментария валютных ограничений, включая обязательную продажу экспортерами валютной выручки и введение ограничений на вывоз за рубеж российских рублей.

### **ДКП И ИНЫЕ ВИДЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ: БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВАЯ И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКИ**

Следует признать, что ДКП, обеспечивая ценовую стабильность в рамках режима таргетирования инфляции, создает важные, но не *единственно необходимые* условия для успешной структурной перестройки экономики, что находит отражение

<sup>5</sup> Власти прогнозируют перестройку экономики в пользу внутреннего рынка к 2030 г. Ведомости, 19.сентября 2022 г. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2022/09/20/941591-vlasti-prognoziruyut-perestroiku-ekonomiki>.

и подтверждается в зарубежных исследованиях [9; 10].

Сегодня можно констатировать, что на развитие инфляции существенное влияние оказывают именно немонетарные факторы инфляции, не зависящие от действий, мер и инструментов, применяемых Банком России при денежно-кредитном регулировании экономики. Купирование этих негативных факторов, лежащих, как верно отмечается в Документе (с. 27, 126), возможно при взаимодействии Банка России и Правительства РФ прежде всего в области бюджетно-налоговой политики, а также в части мер таможенного регулирования, ценообразования на отдельные товары и услуги [11].

В новой экономической реальности, обусловленной сохраняющимися рисками высокой неопределенности воздействия внешних факторов и глубины новых санкционных ограничений, их влияния на национальную экономику, финансовые рынки, финансовую и ценовую стабильность, возрастает необходимость координации взвешенной, сбалансированной ДКП с микропруденциальным регулированием и мерами макропруденциальной политики.

Банк России отмечает (в том числе в Документе), что он придерживается принципа разделения целей и инструментов ДКП и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора, которая обеспечивается другими механизмами. Данное утверждение не вызывает возражения. Вместе с тем следует обратить внимание на тесную взаимообусловленность этого влияния. В этой связи полагаем, что трансмиссионный механизм ДКП целесообразно дополнить аналогичным механизмом макро- и микропруденциального регулирования, показать его влияние на формирование предложения денег в экономике и соответственно на ее структурную трансформацию. Так, считаем целесообразным совершенствование регулирования *процентной политики кредитных организаций* по следующим направлениям:

- установление безрисковой процентной ставки по кредитам сроком на один год (далее — БПС), что обеспечит предсказуемость и обоснованность процентной политики кредитных организаций;
- применение обеспеченного кредита системно значимыми кредитными организациями на срок один год (обеспечение — ценные бумаги из Ломбардного списка и права требования по кредитным договорам определенного качества), что позво-

лит усилить позитивное влияние на стабильность и предсказуемость процентной политики банков;

- регулирование процентной политики банков в рамках государственных программ развития соответствующих секторов экономики. Считаем целесообразным изменить подход к выделению ресурсов для реализации государственных программ поддержки приоритетных отраслей экономики и населения. Вместо прямого субсидирования процентных ставок целесообразно перейти к регламентированию порядка использования ресурсов на эти цели (остатки средств на счетах бюджетов всех уровней, целевые средства государственного бюджета, целевые облигационные займы, кредиты Банка России);
- обеспечение транспарентности риск-ориентированного ценообразования банковских кредитов.

Предложения по расширению спектра инструментов денежно-кредитного регулирования учитывают конструктивную критику со стороны академической науки<sup>6</sup> и практиков, а также лучшие примеры из практики дружественных стран, в частности Китая. На финансовом рынке Китая<sup>7</sup> используется *LPR* [базовая ставка по кредиту: среднесрочная (один год) и долгосрочная (пять лет)] как ориентир реальных кредитных ставок с тем, чтобы снизить ставки и сформировать трансмиссионный механизм от *MLF* (среднесрочной ставки кредитования) к *LPR*, а затем к кредитным ставкам. Это позволяет значительно сглаживать передаточный канал ДКП.

### ДКП И ИНЫЕ ВИДЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ: НЕТРАДИЦИОННЫЕ МЕРЫ

Следует вновь, как и в прошлом году, высоко оценить стремление Банка России максимально использовать позитивный зарубежный опыт и в этой связи разъяснять возможности применения иностранными регуляторами нетрадиционных мер ДКП (с. 146), однако следует отметить, что Документ не содержит новых аспектов использования

<sup>6</sup> Мешкова Е. И. Регулирование процентной политики кредитных организаций в контексте финансовой стабильности и экономического развития. *Банковские услуги*. 2023;(7):14–16. DOI: 10.36992/2075–1915\_2023\_7\_14

<sup>7</sup> Gang Yi. China's Interest Rate System and Market-based Interest Rate Reform. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4364384/2021102014082914468.pdf>.

зарубежного опыта. В нем, как и в аналогичном документе прошлого года, упоминается угроза ограничения смягчения ДКП эффективной нижней границей (*ELB*), которая считается пределом для ключевой ставки и при достижении которой снижение ставки не дает требуемого результата из-за уменьшения эффективности трансмиссионного механизма ДКП. Повторяется и вызвавший интерес экспертов в Документе прошлого года такой инструмент, как «покупки активов», применяемый в рамках программ количественного смягчения, позволяющий снижать средне- и долгосрочные процентные ставки, смягчая денежно-кредитные условия, а также нетрадиционный инструмент *Forward Guidance (FG)* — сигнал центрального банка о намерениях придерживаться определенной направленности ДКП, действующей на ожидания и решения субъектов экономической деятельности, в том числе для снижения неопределенности на рынке. Следует заметить, что для регулятора полезной видится его усиленная форма, в рамках которой центральный банк на достаточно длительном временном горизонте обозначает условия или сроки возможного начала повышения ключевой ставки или изменения параметров программ покупок активов. Как и в заключении прошлого года вынуждены признать, что формат предоставления указанного материала — врезка с описанием лишь механизма действия инструментов — представляется недостаточным для Документа. Если, по мнению регулятора, время для применения указанных инструментов пришло или близко, целесообразно было бы наметить контуры возможностей применения указанных нетрадиционных инструментов в рамках базового или альтернативных сценариев.

Банк России утверждает, что центральные банки других стран начинают применять механизмы покупки активов в условиях, когда процентные ставки снижены практически до нулевых значений и ставки снижать уже невозможно (с. 146). Однако напомним, что в США масштабные покупки американских казначейских облигаций со стороны ФРС применялись еще задолго до снижения учетной ставки до нулевой отметки — в 1980-х гг., когда ставки были сильно выше нуля<sup>8</sup>. Поэтому ситуация, когда процентная ставка существенно выше нуля, не

<sup>8</sup> Federal Reserve Statistical Release. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). 1996. 11 July.

должна ограничивать возможности использования механизма покупки национальных гособлигаций. Поэтому применение данного механизма в России является крайне важным в условиях противодействия санкциям и стимулирования экономического роста. Более того, применение данного механизма:

- существенно расширяет внутренние основы финансовой системы, снижая в результате санкционные риски;
- расширяет возможности увеличения государственных расходов;
- увеличивает объемы длинных денег;
- способствует снижению процентной ставки.

Именно поэтому в настоящее время данный механизм применяется центральными банками большого числа стран. Использование аналогичных подходов было бы крайне важно в текущих условиях в Российской Федерации.

### **ДКП И ИНЫЕ ВИДЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ: КЛИМАТИЧЕСКАЯ ПОВЕСТКА И ВВЕДЕНИЕ ЦИФРОВОГО РУБЛЯ**

В заключении на Документ 2021 г. и период 2022–2023 гг.<sup>9</sup> мы поддержали регулятора в том, что при определении условий реализации ДКП должным образом должен быть учтен набор мер климатической политики, предпринимаемых при переходе к зеленой экономике. Приведенные выше эффекты находятся в поле зрения денежных властей, реализующих аналогичные зеленые инициативы, и рассматриваются в рамках нетрадиционных мер ДКП [10]. Указанные изменения наряду с последствиями пандемии коронавируса способны привести изменения в мировую экономику и локально повлиять на экономику отдельных стран. При этом набор врезок Основных направления денежно-кредитной политики на 2022 г. и период 2023–2024 гг. содержал среди прочих врезку 5 «Влияние климатических изменений на условия проведения денежно-кредитной политики в России». В представленном Документе (как и в Документе прошлого года) аналогичная врезка отсутствует, а из текста неясно, как в приведенных сценариях ДКП скажется и скажется ли

<sup>9</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 принципе климатическая повестка. На то, что климатическая повестка осталась в приоритетах регулятора, указывает анонсированный в декабре 2022 г. Банком России доклад «Климатические риски в меняющихся макроэкономических условиях»<sup>10</sup>. Видится, что соответствующие акценты или разъяснения относительно неактуальности учета указанных рисков, связанных с реализацией климатической повестки и упомянутых в соответствующих программных документах прошлых лет, должны содержаться в текущем Документе.

Следует отметить актуальность отражения в Документе проблем, связанных с введением цифрового рубля. Центральные банки ряда стран, в том числе Китая, внедряющего цифровую валюту, сегодня обращаются к указанной проблематике, пытаются дать оценку эффективности ДКП в условиях внедрения цифровой валюты [11].

Обращение регулятора к теме цифрового рубля, разработка Концепции цифрового рубля<sup>11</sup> и его намерение в соответствии со Стратегией развития финансового рынка России до 2030 г. внедрить к 2030 г. свою цифровую валюту как третью форму денег<sup>12</sup>, а также заявление об ускоренном запуске в 2022 г. цифрового рубля ставят задачу отражения в Документе конкретных проблем и перспектив реализации Концепции.

Банк России повторил анализ прошлого года и вновь расставил акценты, связанные с влиянием цифрового рубля на ДКП: влияние на ликвидность банковского сектора, трансмиссионный механизм и операционную процедуру ДКП и финансовую

<sup>10</sup> Климатические риски в меняющихся макроэкономических условиях. Доклад для общественных консультаций. Банк России. Декабрь 2022 г. Москва. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/143643/Consultation\\_Paper\\_21122022.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/143643/Consultation_Paper_21122022.pdf).

<sup>11</sup> Концепция цифрового рубля. Центральный банк Российской Федерации. Апрель 2021 г. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/120075/concept\\_08042021.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/120075/concept_08042021.pdf).

<sup>12</sup> Стратегия развития финансового рынка России до 2030 года. Проект Правительства РФ и Банка России. // [https://docviewer.yandex.ru/view/88099111/?\\*=y9shu73jUB9Zw62BKoNsabJmTJF7InVybCI6lnhLWJyb3dzZXI6Ly80RFQxdVhFUFJySlJYbFVGb2V3cnVJMmlqV0RiRGRydnZyUGxTbV9PbDFyOF80NDI2ODVjUkZ4d1Jnb3pNRjJNcVA2VEEx6RGhhdWFMcTY5RnZpVVFtRmZzak1uRG1qQ3hCWTRhNFRVblZuclBodHNkZFdOUeZPQXBGaDVjejdMvjdIcWlIUWZuRG9TaFRrQ0VwNlIqQIE9PT9zaWduPV9ldG00R2-1qdWxvTHFIR0JlUFlPckpscFZaUGxUemhNX0FLWwtpew5oR009IiwidG10bGUiOiJkb2NfMjAyMTA5MTMuZG9jeCIsIm5vaWZyYWV1IjpmYWxzZSwidWlkIjojODgwOTkxMTEiLCJ0cyI6MTYzYzYyMjYyOTMwMywieXUiOiI4MTU5OTE1NTUxNjI3NDYwNjQ0In0%3D](https://docviewer.yandex.ru/view/88099111/?*=y9shu73jUB9Zw62BKoNsabJmTJF7InVybCI6lnhLWJyb3dzZXI6Ly80RFQxdVhFUFJySlJYbFVGb2V3cnVJMmlqV0RiRGRydnZyUGxTbV9PbDFyOF80NDI2ODVjUkZ4d1Jnb3pNRjJNcVA2VEEx6RGhhdWFMcTY5RnZpVVFtRmZzak1uRG1qQ3hCWTRhNFRVblZuclBodHNkZFdOUeZPQXBGaDVjejdMvjdIcWlIUWZuRG9TaFRrQ0VwNlIqQIE9PT9zaWduPV9ldG00R2-1qdWxvTHFIR0JlUFlPckpscFZaUGxUemhNX0FLWwtpew5oR009IiwidG10bGUiOiJkb2NfMjAyMTA5MTMuZG9jeCIsIm5vaWZyYWV1IjpmYWxzZSwidWlkIjojODgwOTkxMTEiLCJ0cyI6MTYzYzYyMjYyOTMwMywieXUiOiI4MTU5OTE1NTUxNjI3NDYwNjQ0In0%3D).

стабильность (с. 154–160). Согласимся с тем, что введение цифрового рубля снизит уязвимость российского банковского сектора и экономики в целом, учитывая стремительное развитие цифровых финансовых технологий и распространение цифровых валют центральных банков других стран. Важным считаем тот факт, что создание дополнительной платежной инфраструктуры для цифрового рубля будет способствовать формированию доверенного цифрового пространства на финансовом рынке, повысит устойчивость, надежность и бесперебойность работы платежной системы и денежных расчетов в целом, что будет способствовать поддержанию финансовой стабильности.

Следует согласиться с регулятором и принять тот факт, что реализуемая Банком России Концепция цифрового рубля не затронет фундаментальные основы функционирования банковской системы и принципы реализации ДКП. Целесообразно отметить, что в Документе текущего года большее, чем прежде, внимание уделено аспектам воздействия цифрового рубля на трансмиссионный механизм ДКП.

Банк России утверждает, что появление цифрового рубля не будет сопровождаться повышением спроса на деньги со стороны экономики (с. 155). Однако далее регулятор пишет, что профицит ликвидности вследствие введения цифрового рубля в банковском секторе может перейти в дефицит ликвидности (с. 156). Эти тезисы противоречат друг другу, так как с переходом в дефицит у банковского сектора очевидно возрастет спрос на деньги. Регулятор также утверждает, что риск формирования структурного дефицита ликвидности в результате введения цифрового рубля незначителен. Однако объемы перетоков средств из цифрового рубля в отдельные периоды могут быть масштабными и нестабильными и вызывать повышение волатильности на межбанковском рынке, способствуя росту процентных ставок.

Следует заметить, что цифровые технологии развиваются не только на рынке денег, эмитируемых Банком России, но и на рынке безналичных денег.

*Токенизированные депозиты* становятся объектом внимания Банка России. Их понятие, возможности и риски внедрения, влияние на финансовую систему были рассмотрены в Докладе ЦБ РФ<sup>13</sup>, где

<sup>13</sup> Токенизированные безналичные деньги на счетах в банках. Информационно-аналитический доклад. Банк России. 2023. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=17048>.

также отмечается предварительно прогнозируемое положительное влияние токенизации депозитов на скорость обращения денег и проводимость трансмиссионного механизма ДКП. При этом мегарегулятор указывает на то, что внедрение инноваций в части применения смарт-контрактов в сфере безналичных денег существенно не отразится на уровне ликвидности банковской системы, хотя остается не ясно, как будет происходить процесс мультипликации безналичной денежной массы в условиях цифровизации. На наш взгляд, Банк России провел значительную работу в части анализа теории и практики токенизации безналичных денег, поэтому мог бы дополнить Документ врезкой о влиянии токенизированных депозитов на результативность ДКП с учетом вышеизложенного комментария.

### ДКП И ИНФОРМАЦИОННАЯ ОТКРЫТОСТЬ РЕГУЛЯТОРА

В Документе справедливо ставится задача достижения еще большей информационной открытости регулятора в целях расширения и совершенствования коммуникаций как одного из значимых инструментов ДКП. В экспертных комментариях по ДКП мы не раз подчеркивали важность коммуникаций для эффективной реализации целей реализуемой политики, в связи с чем заслуживает одобрения реализуемая регулятором, несмотря на сложившиеся условия, политика информационной открытости. Действительно, формированию предсказуемой экономической среды, особенно в период существенного изменения экономической ситуации, помогает оперативное и полное раскрытие Банком России информации о реализуемой ДКП.

Информационная прозрачность позволяет сдерживать инфляционные ожидания населения, которые являются важным немонетарным фактором инфляции в России. Рис. 2 иллюстрирует, что в период геополитической нестабильности 2022 г. всплеск инфляции произошел на фоне роста инфляционных ожиданий населения, а дальнейшее снижение темпов роста цен происходило по мере снижения инфляционных ожиданий. С III квартала 2023 г. снова наблюдается рост инфляционных ожиданий населения на фоне ослабления национальной валюты, что в совокупности определяет рост фактической инфляции.

В этой связи следует поддержать намерения Банка России и далее совершенствовать коммуникации, увеличивая количество раскрываемой информации и повышая ее адресность, с целью привязки инфляционных ожиданий населения к уровню целевого значения инфляции. Заметим, что информационные эффекты ДКП не игнорируются зарубежными регуляторами, напротив, на них делают высокие ставки, прогнозируя инфляционные ожидания и темпы инфляции [12].

В ряду мер информационной открытости следует отметить и прямо прописанную в Документе основную функцию Банка России, закрепленную в Конституции Российской Федерации: *защита и обеспечение устойчивости рубля*. В соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» эта функция реализуется посредством поддержания ценовой стабильности, которая означает устойчиво низкую инфляцию, а не курса национальной валюты.

В 2023 г. Банк России сделал шаг в сторону раскрытия специфики коммуникации как инструмента ДКП, опубликовав Аналитическую записку, посвященную данному инструменту [13], где систематизированы данные накопленных исследований регулятора за период 2020–2023 гг. Соглашаемся с важностью публикации данного документа ввиду того, что коммуникация рассматривается как инструмент ДКП с 2020 г., но в ДКП не систематизируются каналы коммуникации, из-за чего затрудняется понимание данного инструмента. В связи с этим рекомендуем Банку России дополнить п. 1 Документа информацией из табл. 1 и рис. 1 указанной Аналитической записки, раскрывающей перечень каналов коммуникаций Банка России и динамику развития информационной открытости. Положительно оценивая данный материал, считаем, что его наличие в Документе упростило бы понимание коммуникации как инструмента ДКП и наглядно иллюстрировало бы развитие принципа информационной открытости.

Коммуникации Банка России с населением и бизнесом в сочетании с политикой повышения финансовой, правовой, цифровой грамотности субъектов рынка обеспечивают тот уровень доверия к регулятору, который в свою очередь становится фактором повышения эффективности реализуемой ДКП. В качестве успешно реализованного в апреле — мае 2023 г. проекта по развитию коммуникаций Банка России стало обсуждение отмеченного выше Обзора

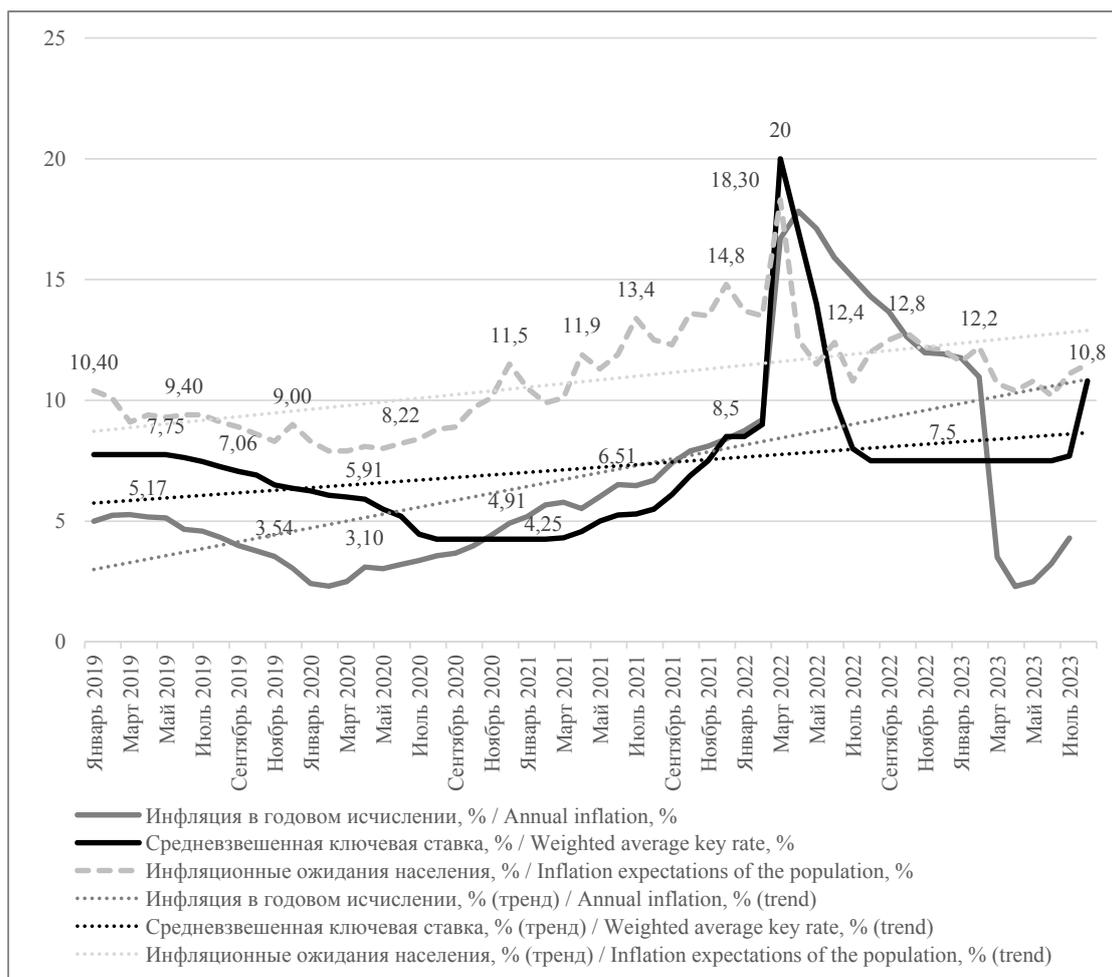


Рис. 2 / Fig. 2. Динамика инфляции, ключевой ставки и инфляционных ожиданий в России / Dynamics of inflation, key rate and inflation expectations in Russia

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России / compiled by the authors\*.

\* Инфляционные ожидания. Банк России. URL: [https://cbr.ru/statistics/ddkp/inflationary\\_expectations](https://cbr.ru/statistics/ddkp/inflationary_expectations). Ключевая ставка Банка России. URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/KeyRate](https://cbr.ru/hd_base/KeyRate).

денежно-кредитной политики. Банк России провел встречи с экспертным сообществом, общественные консультации в регионах, обсуждение на Финансовом конгрессе Банка России, обеспечил общественное обсуждение на сайте. Следует констатировать, что результаты исследований и итоги общественной дискуссии, замечания и рекомендации, высказанные в ходе обсуждения, нашли отражение в материалах Документа. Считаем целесообразным продолжить данную практику встреч и консультаций, открыто выходя на обсуждение острых вопросов современной ДКП и прогнозов развития монетарной сферы в средне- и долгосрочной перспективе. Представляется целесообразным наряду с составлением Обзора ДКП провести анализ условий проведения валютной

политики и ее результатов для оценки эффективности режима плавающего валютного курса. Подготовка такого Обзора с последующим широким общественным обсуждением, несомненно, будет способствовать обеспечению прозрачности проводимой Банком России политики, повышению доверия к регулятору.

## ВЫВОДЫ

Эксперты Финансового университета, несмотря на высказанные замечания, положительно оценивают Документ, но полагают, что приведенные в экспертном заключении рекомендации сделают более эффективной современную ДКП с точки зрения поставленной задачи системной трансформации российской экономики.

## БЛАГОДАРНОСТИ

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

## ACKNOWLEDGEMENTS

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., Ларионова И.В., Ершов М.В., Захарова О.В., Зеленева Е.С., Пищик В.Я. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов: мнение экспертов Финансового университета. *Экономика. Налоги. Право*. 2023;16(1):6–21.
2. Крюков В., Порфирьев Б., Широков А. Меморандум суверенного роста. Цели и задачи экономической политики в новых условиях. *Эксперт*. 2022;1252(20):40–50. URL: <https://expert.ru/expert/2022/20/memorandum-suverennogo-rosta>.
3. Пищик В.Я., Алексеев П.В. Особенности и направления трансформации модели управления финансово-экономической системой России в условиях усиления глобальных вызовов. *Экономика. Налоги. Право*. 2022;15(4):6–16. DOI: 10.26794/1999-849X-2022-15-4-6-16
4. Ершов М.В. Как финансировать новые госрасходы: возможные механизмы в условиях санкций. *Экономические стратегии*. 2022;186(6): 26–29. DOI: 10.33917/es-6.186.2022.26-29
5. Мишина В.Ю., Хомякова Л.И. Дедолларизация и расчеты в национальных валютах: евроазиатский и латиноамериканский опыт. *Вопросы экономики*. 2020;(9):61–79. DOI: 10.32609/0042-8736-2020-9-61-79
6. Винокуров Е.Ю., Гричик М.В. Новая концепция международных резервов: безопасность, диверсификация, неортодоксальные подходы. *Вопросы экономики*. 2022;(12):24–43. DOI: 10.32609/0042-8736-2022-12-24-43
7. Кузнецов А.В. Переводной рубль как уникальный проект международных валютных отношений. *Вопросы политической экономии*. 2023;(2):102–114. DOI: 10.5281/zenodo.7987853
8. Sonali Das, Wenting Song Monetary policy transmission and policy coordination in China. *China Economic Review*. 2023;82(December).
9. Nicolas Caramp, Dejanir H. Silva Fiscal policy and the monetary transmission mechanism. *Review of Economic Dynamics*, [nicolasaramp.com/files/fiscal-policy.pdf](http://nicolasaramp.com/files/fiscal-policy.pdf). 18 august 2023.
10. Fang Fang, Deng-Kui Si, Debao Hu Green bond spread effect of unconventional monetary policy: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*. 2023;80(December):398–413.
11. Бюджетно-налоговые и денежно-кредитные инструменты достижения финансовой стабильности и обеспечения экономической стабильности и обеспечения экономического роста. Монография. Абрамова М.А., ред. М.: КноРус; 2021:69–74 с.
12. Cheng Zhou Evaluating the effectiveness of monetary policy for retail central bank digital currency. *Latin American journal of Central banking*, available 2023;100111(September).
13. Yusuke Tanahara, Kento Tango, Yoshiyuki Nakazono Information effects of monetary policy. *Journal of the Japanese and international economies*. 2023;70(December);101276.
14. Евстигнеева А. Коммуникация как инструмент денежно-кредитной политики. Аналитическая записка. URL: [https://cbr.ru/statichhtml/file/146496/research\\_policy\\_notes\\_b\\_4\\_1.pdf](https://cbr.ru/statichhtml/file/146496/research_policy_notes_b_4_1.pdf).

## REFERENCES

1. Abramova M. A., Dubova S. E., Ershov M. V., Zakharova O. V., Zeleneva E. S., Larionova I. V., Pishik V. Y. On the main directions of the unified state monetary policy for 2023 and the period 2024 and 2025: opinion of experts of the Financial University. *Ekononika. Nalugi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2023;16(1):6–21. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-6-21
2. Kryukov V., Porfiriev B., Shirov A. Memorandum of sovereign growth. goals and objectives of economic policy in the new conditions. *Expert*. 2022;1252(20):40–50. URL: <https://expert.ru/expert/2022/20/memorandum-suverennogo-rosta>. (In Russ.).

3. Pischik V. Ya., Alekseev P.V. Features and directions of transformation of the management model of the financial and economic system of Russia in the context of increasing global challenges. *Ekonomika. Na-logi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2022;15(4):6–16. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X–2022–15–4–6–16
4. Ershov M. V. How to finance new government spending: possible mechanisms under sanctions. *Ekonomicheskie strategii = Economic strategies*. 2022;186(6):26–29. (In Russ.). DOI: 10.33917/es-6.186.2022.26–29
5. Mishina V. Yu., Khomyakova L.I. Dedollarization and settlements in national currencies: Eurasian and Latin American experience. *Voprosy ehkonomiki = Economic issues*. 2020;(9):61–79. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2020–9–61–79
6. Vinokurov E. Yu., Grychik M.V. A new concept of international reserves: security, diversification, unorthodox approaches. *Voprosy ehkonomiki = Questions of Economics*. 2022;(12):24–43. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2022–12–24–43
7. Kuznetsov A.V. Transferable ruble as a unique project of international monetary relations. *Questions of political economy*. 2023;(2):102–114. (In Russ.). DOI: 10.5281/zenodo.7987853
8. Sonali Das, Wenting Song Monetary policy transmission and policy coordination in China. *China Economic Review*. 2023;82(Desember).
9. Nicolas Caramp, Dejanir H. Silva Fiscal policy and the monetary transmission mechanism. *Review of Economic Dynamics*, nicolasaramp.com›files/fiscal-policy.pdf. 18 august 2023.
10. Fang Fang, Deng-Kui Si, Debao Hu Green bond spread effect of unconventional monetary policy: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*. 2023;80(Desember):398–413.
11. Fiscal and monetary instruments for achieving financial stability and ensuring economic growth. Monograph. Abramova M.A., ed. Moscow: KnoRus; 2021:69–74.
12. Cheng Zhou Evaluating the effectiveness of monetary policy for retail central bank digital currency. *Latin American journal of Central banking*, available 2023;100111(September).
13. Yusuke Tanahara, Kento Tango, Yoshiyuki Nakazono Information effects of monetary policy. *Journal of the Japanese and international economies*. 2023;70(Desember),101276.
14. Evstigneeva A. Communication as a tool of monetary policy. Analytical note. URL: [https://cbr.ru/statichhtml/file/146496/research\\_policy\\_notes\\_b\\_4\\_1.pdf](https://cbr.ru/statichhtml/file/146496/research_policy_notes_b_4_1.pdf). (In Russ.).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS

**Марина Александровна Абрамова** — доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой банковского дела и монетарного регулирования финансового факультета, главный научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

**Marina A. Abramova** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Head of Department of Banking and Monetary Regulation of the Faculty of Finance, Chief Researcher at the Institute of Financial Research of the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0001-9338-8478>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:

MAbramova@fa.ru

**Светлана Евгеньевна Дубова** — доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры банковского дела и монетарного регулирования финансового факультета, ведущий научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

**Svetlana E. Dubova** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Prof. of the Department of Banking and Monetary Regulation of the Faculty of Finance, Leading Researcher at the Institute of Financial Research of the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-7033-1206>

sedubova@fa.ru

**Валентина Юрьевна Диденко** — кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры банковского дела и монетарного регулирования финансового факультета, научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

**Valentina Yu. Didenko** — Ph.D. (Econ.), Ass. Prof., Ass. Prof. of the Department of Banking and Monetary Regulation of the Faculty of Finance, Researcher at the Institute of Financial Research of the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-4116-826X>

[vydidenko@fa.ru](mailto:vydidenko@fa.ru)

**Михаил Владимирович Ершов** — доктор экономических наук, главный научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

**Mikhail V. Ershov** — Dr. Sci. (Econ.), Chief Researcher at the Institute of Financial Research of the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>

[mvershov@fa.ru](mailto:mvershov@fa.ru)

**Ольга Владимировна Захарова** — старший преподаватель кафедры банковского дела и монетарного регулирования, научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

**Olga V. Zakharova** — Senior Lecturer, Deputy Head of the Department of Banking and Monetary Regulation of the Faculty of Finance, Researcher at the Institute of Financial Research of the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia

Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-6377-3006>

[ovzaharova@fa.ru](mailto:ovzaharova@fa.ru)

**Елена Сергеевна Зеленева** — кандидат экономических наук, ассистент кафедры банковского дела и монетарного регулирования, младший научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

**Elena S. Zeleneva** — Ph.D. (Econ.), Assistant of the Department of Banking and Monetary Regulation of the Faculty of Finance, Junior Researcher at the Institute of Financial Research of the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-0892-6070>

[ESZeleneva@fa.ru](mailto:ESZeleneva@fa.ru)

**Ирина Владимировна Ларионова** — доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры банковского дела и монетарного регулирования финансового факультета, Финансовый университет, Москва, Россия

**Irina V. Larionova** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Prof. of the Department of Banking and Monetary Regulation of the Faculty of Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0001-6550-2472>

[ilarionova@fa.ru](mailto:ilarionova@fa.ru)

**Виктор Яковлевич Пищик** — доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия

**Viktor Ya. Pischik** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Prof. of the Department of World economy and World Finance, Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-9013-7670>

[VPiwik@fa.ru](mailto: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 нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики, влияния цифрового рубля на денежно-кредитную политику.

**В.Ю. Диденко** — научный анализ предпочтений Банка России в достижении ценовой стабильности.

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

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

**Е.С. Зеленева** — научный анализ прозрачности денежно-кредитной политики и коммуникации как инструмента денежно-кредитной политики.

**И.В. Ларионова** — научный анализ сценариев основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики и взаимосвязи денежно-кредитной и макропруденциальной политик.

**В.Я. Пищик** — научное обоснование вопросов развития валютной политики и определения ее места в государственной экономической политике.

**Authors' Contribution Statement:**

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

**Svetlana E. Dubova** — scientific analysis of non-traditional monetary policy instruments used, the impact of the digital ruble on monetary policy.

**Valentina Yu. Didenko** — scientific analysis of the Bank of Russia preferences in ensuring price stability.

**Mikhail V. Ershov** — scientific analysis of scenarios of the main directions of the unified state monetary policy and the relationship of monetary and budgetary 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 to regulate liquidity.

**Elena S. Zeleneva** — scientific analysis of monetary policy transparency and communication as a monetary policy tool.

**Irina V. Larionova** — scientific analysis of scenarios of the main directions of the unified state monetary policy and the relationship of monetary and macroprudential policy.

**Viktor Ya. Pischik** — scientific substantiation of the issues of the development of monetary policy and determining its place in the state economic policy.

*Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила 15.10.2023; принята к публикации 25.12.2023.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was received 15.10.2023; accepted for publication 25.12.2023.*

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