

**Экспертное заключение Института экономики РАН
на проект «Основных направлений единой государственной денежно-
кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов»
(от 29.09.2020 г.)**

Проект Банка России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов» [1] (далее – Проект), сохраняя приверженность прежним постулатам и принципам составления подобных программных документов, внес некоторые коррективы, связанные в первую очередь с особенностями развития четырех (базового и трех альтернативных) сценариев развития российской экономики в условиях развития кризиса, связанного с распространением пандемии COVID-19 и соответствующим ростом неопределенности.

Основными постулатами, взятыми из прошлой практики, по-прежнему остаются: ценовая и финансовая стабильность; надежность платежной системы; доверие к денежно-кредитной политике (ДКП) Банка России; создание не драйверов, а только необходимых условий для устойчивого роста экономики.

Основные принципы, заложенные в реализацию этих постулатов, также неизменны в рассматриваемом Проекте: установление количественной цели по инфляции; применение ключевой ставки и коммуникации как инструментов ДКП; наличие макроэкономического прогноза; информационная открытость.

В Проекте неоднократно подчеркивается приверженность Банка России выбранному в 2014 г. режиму таргетирования инфляции. В рамках этого режима основной целью ДКП является постоянное поддержание годовой инфляции вблизи 4%, что означает возможность небольших колебаний инфляции вокруг целевого показателя – годового темпа прироста ИПЦ, рассчитываемого Росстатом. При этом ДКП воздействует на динамику цен не напрямую, а опосредованно через спрос и с наличием существенных лагов,

обеспечивая достижение цели по инфляции лишь с течением определенного периода времени [1, с.8].

Начиная с сентября 2013 г., Банк России придерживается режима плавающего обменного валютного курса, действующего, как «встроенный стабилизатор». Это позволяет, по мнению специалистов российского регулятора, купировать негативные влияния внешних факторов на экономику. Тем не менее, Банк России неоднократно в Проекте отмечает, что всегда оставляет за собой право проводить операции с иностранной валютой на внутреннем рынке. Целью таких операций могут быть как пополнение (использование) международных резервов страны (например, в связи с применением Минфином России бюджетного правила), так и противодействие росту в экономике факторов финансовой нестабильности [1, с.9]. Однако с середины 2015 г. Банк России не проводит валютные интервенции от собственного лица (а лишь в интересах Министерства финансов).

В рамках режима таргетирования инфляции основным инструментом ДКП Банка России является ключевая ставка, которая через ставки рынка межбанковского кредитования воздействует на динамику процентных ставок в реальной экономике. Решения по ключевой ставке Банк России принимает с учетом складывающейся ситуации в экономике и ее ожидаемого развития в будущем на основе современных макроэкономических моделей, являющихся основой для получения ключевых параметров среднесрочного макроэкономического прогноза. Эти параметры включают в себя динамику инфляции и экономического роста, показателей денежно-кредитной сферы и платежного баланса [1, с.11-12].

Стремясь поддерживать ценовую стабильность, Банк России влияет на динамику внутреннего спроса и, как следствие, на интенсивность использования в экономике факторов производства (например, роста рабочей силы, освоения новых технологий или ввода в действие нового

оборудования). Это влияние опирается на и формирует контрциклический характер ДКП, что способствует поддержанию ВВП вблизи потенциального, но не определяет сам экономический потенциал этого выпуска. Обеспечение экономического роста требует совершенно иных мер. И это в первую очередь меры бюджетной и структурной политики Правительства РФ, а также институциональные преобразования [1, с.8].

Сценарии развития российской экономики

В Проекте Банка России впервые рассматриваются четыре (базовый и три альтернативных) сценария развития российской экономики, в которых цена на нефть больше не является основной предпосылкой различия сценариев, а рассматривается в комплексе с другими факторами, такими, например, как темпы роста фактического и потенциального ВВП в российской и мировой экономике на протяжении всего прогнозного горизонта.

Первый – базовый сценарий, предполагающий медленное восстановление мировой экономики с недостаточным для возвращения на потенциальный уровень выпуском до конца прогнозного периода. Предполагается, что российская экономика продолжит устойчивое восстановление в 2021 – 2022 гг. и к III кв. 2022 г. достигнет потенциального уровня выпуска, оставаясь на нем до конца прогнозного горизонта [1, с.41].

Второй – проинфляционный сценарий. В его рамках будет также наблюдаться постепенное восстановление мировой экономики, но в условиях более существенного влияния пандемии на восстановление глобальных цепочек добавленной стоимости, что приведет к более глубокому по сравнению с базовым сценарием падению потенциального уровня выпуска мировой экономики. При этом российская экономика будет восстанавливаться более умеренными темпами, чем в базовом сценарии [1, с.43, 44].

Третий – дезинфляционный сценарий в отличие от базового сценария предполагает, что разрабатываемые вакцины не позволят в полной мере остановить распространение вируса в мировом масштабе, вынуждая правительства и центральные банки сохранять ограничительные меры и мягкую денежно-кредитную политику продолжительное время. Восстановление российской экономики будет слабым, а слабый внешний и внутренний спрос будут препятствовать закрытию отрицательного разрыва выпуска на всем прогнозном горизонте [1, с.45, 47].

Четвертый – рискованный сценарий предполагает, что в дополнение к повторному росту заболеваемости возможны и другие шоки для мировой экономики – например, усиление торговых противоречий и геополитической напряженности, долговых проблем отдельных стран или отраслей. Российская экономика перейдет на траекторию более низкого роста выпуска, отрицательный разрыв которого не закроется на протяжении всего прогнозного горизонта [1, с.47,48].

За основу прогноза социально-экономического развития РФ в 2021-2023 гг. Банком России был взят базовый сценарий, предполагающий в процессе своей реализации ряд следующих целевых параметров:

- постепенное снижение риск-премии РФ в 2021 – 2023 гг. и возобновление притока иностранного капитала в российскую экономику;
- стабилизацию цены на нефть на уровне 50 долл. США за баррель к концу 2022 г.;
- восстановительный рост потребительского и инвестиционного спроса будет обеспечиваться за счет мягкой ДКП и антикризисных мер Правительства РФ;
- начало бюджетной консолидации со второй половины 2021 г. и восстановление уровня расходов федерального бюджета к параметрам бюджетного правила в 2022 – 2023 гг.;

- стабилизация темпов прироста требований банковской системы к экономике на уровне 7 – 11%, в основном за счет кредитования домашних хозяйств;

- достижения темпов прироста расходов на конечное потребление домохозяйств в 2021 г. на уровне 4,3-5,3%, в 2022 г. – 2-3% и в 2023 г. – 1,8-2,8% годовых;

- достижения темпов прироста валового накопления основного капитала до темпов прироста в 2021 г. – 2,5-4,5%, 2022 г. – 3,8-5,8% и 2023 г. – 2,7-4,7%;

- квартальные темпы прироста цен к середине 2021 г. в годовом выражении должны вернуться к 4% и дальше удерживаться на этом уровне до конца 2023 г.;

- в конце 2023 г. начнется плавный переход от мягкой к нейтральной денежно-кредитной политике, создав необходимые и достаточные условия для устойчивого развития российской экономики [1, с. 40–43].

В экспертном заключении будет показано, что в условиях роста дефляционных рисков в мировой и российской экономики, стабилизация инфляции вблизи 4% уже не является достаточным основанием для стабильного развития российской экономики. Целевые параметры предложенного базового сценария, по мнению экспертов ИЭ РАН, не будут достигнуты, так как рост макроэкономической неопределенности в России и мире, кардинальная трансформация каналов денежного предложения требуют реализации целевых параметров совершенно других сценариев – в первую очередь дефляционного и отчасти возможно рискового. Такой акцент в макроэкономическом прогнозировании социально-экономического развития страны может стать необходимой основой для того, чтобы уже в среднесрочной перспективе снизить риски, связанные с дальнейшим падением совокупного спроса (внешнего и внутреннего), с развертыванием второй волны пандемии COVID-19 и с переоценкой ее негативных

последствий, а также с усилением геополитической напряженности, возникновением новых торговых войн и межнациональных конфликтов, стремительным ростом как демографических, так и долговых проблем в мировой экономике.

Ценовая стабильность

Ценовая стабильность (поддержание годовой инфляции вблизи 4%) в рамках режима таргетирования инфляции является основной целью ДКП. Данный целевой уровень (в два раза выше европейского) выбран Банком России с учетом особенностей ценообразования и структуры российской экономики. Во-первых, из-за недостаточной развитости в России рыночных механизмов и отраслевой диверсификации национальной экономики. Во-вторых, в результате постоянной необходимости минимизации рисков возникновения дефляционных тенденций на рынках отдельных товаров, цены на которые могут сильно колебаться.

Чтобы процесс выравнивания относительных цен на российском рынке не приводил к дефляционным явлениям, целевой показатель прироста общего ИПЦ Банком России установлен с некоторым «запасом» [1, с. 25]. Но, по мнению экспертов ИЭ РАН, уровня этого «запаса» будет не хватать. Он будет снижаться так же быстро, как снижался в 2020 г. уровень долгосрочной нейтральной реальной процентной ставки центральных банков или реальной доходности государственных облигаций в разных странах. Например, долгосрочная нейтральная реальная процентная ставка в США сместилась с 0,75–1,0% в июне 2018 г. до 0,25–0,5% в июне 2020 г. В 2020 г. долгосрочная реальная нейтральная ставка в России сместилась в августе 2020 г. до 1,0–2,0%, а не 2,0–3,0%, как в 2019 г. [1, с. 28].

Регулируя в обращении лимит банковской ликвидности (нормативный остаток средств на корсчетах банков, необходимый для выполнения банками обязательных резервных требований и регулярного проведения клиентских

платежей), Банк России начиная с 2017 г. стал активно формировать в банковском секторе структурный профицит ликвидности. Этот профицит, даже в условиях кризиса ликвидности, вызванного первой волной пандемии, не исчезает – к концу 2020 г. его объем ожидается на уровне 2,0 трлн руб. В дальнейшем на трехлетнем горизонте структурный профицит ликвидности сохранится и составит, по оценкам экспертов Банка России, к концу 2023 г. около 1,0 трлн руб. [1, с. 68].

По оценкам ИЭ РАН, структурный профицит ликвидности банковского сектора в конце 2023 г. будет в разы больше. Во-первых, повышенный рост макроэкономической неопределенности в России и мире приведет к сильному падению совокупного спроса, что потребует принятия дополнительных антикризисных мер как со стороны правительства РФ, так и Банка России, в связи с большой вероятностью развертывания в конце 2020 г. или в начале 2021 г. второй волны пандемии. Во-вторых, возросший уровень неопределенности будет стимулировать банки проводить более консервативную кредитную политику, тщательно отбирая заемщиков, что приведет к замедлению кредитования как организаций, так и населения. В-третьих, с рынка уйдет значительное количество кредитных организаций, а также усилится концентрация финансовых организаций и их капитала в руках немногих банков с преобладающим государственным участием, в основном первых топ-5. Используя бюджетные и внебюджетные средства, им не нужно будет на регулярной основе привлекать дополнительное рефинансирование у Банка России для осуществления своей текущей деятельности.

Банк России в 2021–2023 гг., по оценкам ИЭ РАН, будет по-прежнему активно проводить операции по абсорбированию излишней ликвидности, привлекая избыточные средства банков в депозиты или к размещению их в купонные облигации Банка России (КОБРы). При этом доходность по итогам этих операций для банков будет близка к ключевой ставке. И хотя за январь-

август 2020 г. среднее абсолютное отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки (спред) немного увеличилось по сравнению с прошлым годом и составило 20 б. п. (среднее за 2019 г. – 18 б. п.), в среднесрочном периоде оно резко сократится (до 8–10 б. п.) [1, с. 65]. При этом однодневные ставки денежного рынка будут формироваться преимущественно в нижней половине процентного коридора, целенаправленно раскручивая дефляционную спираль в экономике.

Но эксперты Банка России так не считают. Они уверены, что если однодневные и недельные ставки денежного рынка формируются вблизи ключевой ставки, то повышается действенность процентного канала трансмиссионного механизма (ТМ) ДКП, что в конечном итоге позволяет Банку России достигать цели по инфляции [1, с. 10]. А если так, то почему не наблюдается устойчивого и сбалансированного роста экономики, роста инвестиций, повышения доступности долгосрочных финансовых ресурсов и доверия к национальной валюте в российской экономике? По мнению главы Счетной палаты РФ А.Л. Кудрина, проблема не столько в пандемии, сколько в недостатке структурных мер, которые могут запустить в российской экономике реальный инвестиционный рост [2].

По оценкам ИЭ РАН, российская экономика на протяжении всего периода 2021–2023 гг., скорее всего, будет в основном функционировать в рамках параметров дефляционного и отчасти возможно рискованного сценариев, провоцирующих низкую инфляцию (ниже цели), рост структурного профицита ликвидности, снижение инвестиций в основной капитал, отток частного капитала, падение реальных располагаемых доходов населения и повышенную волатильность обменного курса рубля. При этом резкое обесценение национальной валюты наряду с монополистическими тенденциями в российской экономике создают риски для увеличения темпов инфляции. Все это приведет к тому, что процентный канал ТМ ДКП Банка России практически, как и в развитых экономиках, перестанет работать.

Процентный канал ДКП

В условиях усиливающегося в мировой экономике тренда роста дефляционных рисков, изменившего денежный механизм, режим таргетирования инфляции и его основной атрибут – ключевая процентная ставка (benchmark) – уже не в полной мере восприимчивы к процентной политике центральных банков. Это проявляется в эффекте неполного переноса процентных ставок денежного (межбанковского) рынка на депозитные и кредитные ставки домашних хозяйств и нефинансовых организаций.

Стремительное ослабление конкуренции в мире и в России в пользу отдельных системно значимых финансовых организаций потребовало от центральных банков адекватного реформирования действующих эталонных ставок денежного рынка. Прежняя методология однодневных и недельных ставок денежного рынка, формирующихся вблизи ключевой (или эталонной) ставки, стала в последнее время давать серьезные сбои, подвергаться манипуляциям котировок, не связанных с фактическими транзакциями, со стороны глобальных банков. Поэтому после череды кризисов (2008–2009, 2014–2015, 2019–2020 гг.) во многих странах стала происходить активная модернизация инструментария процентной политики центральных банков, в том числе путем введения новых индикаторов регулирования предложения денежной ликвидности на межбанковском рынке, смены администраторов и методов расчета индикативных процентных ставок. Такие рекомендации, например, в 2013 г. были инициированы Советом по финансовой стабильности (FSB), Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) [3], а в 2016 г. – ЕС в виде регламента эталонных ставок RMB.

Не стоит в стороне от этих процессов и Банк России [4]. В мае 2020 г. Банк России и СРО НФА приступили к реформированию порядка

администрирования ставки RUONIA как индикативной ставки по однодневным межбанковским рублевым кредитам (депозитам), отражающей оценку стоимости необеспеченного рублевого заимствования на условиях «овернайт» [5]. Стремясь повысить доверие к этому индикатору и привести его в соответствие с международными стандартами качества индикаторов денежного рынка, Банк России принял на себя функции администратора ставки. Впредь ставка RUONIA должна привести к отказу от прежних индикативных ставок, выступающих связующим звеном между крупными и многочисленными малыми банками, в пользу ставок по фактическим операциям, по которым привлекают займы «овернайт» только крупные, системно значимые банки (как правило, госбанки) [6, с. 14–16].

Новый порядок администрирования ставки RUONIA при непосредственном участии Банка России, по мнению экспертов ИЭ РАН, приведет к еще более стремительной монополизации российского финансового рынка, к снижению на нем справедливой конкуренции, развитию олигополии и концентрации капитала и денежных ресурсов в системно значимых (в первую очередь государственных) финансовых организациях. Это позволит Банку России быстрее адаптировать и «вписать» финансовый рынок РФ в стремительно меняющиеся глобальные тренды современной экономики, а значит подготовить население и российский бизнес к очередным снижениям ключевой процентной ставки, к дальнейшему сжатию совокупного спроса и отклонению инфляции вниз от цели, создав тем самым необходимые стартовые условия для введения в России цифрового рубля, дизайн которого был недавно (13 октября 2020 г.) представлен в докладе Банка России.

Финансовая стабильность

В настоящее время Банк России, как и многие центральные банки, придерживается в своей деятельности принципа разделения целеполагания

между ДКП и обеспечением устойчивости финансового сектора. Это значит, что ценовая стабильность не является гарантией финансовой стабильности. Поэтому Банк России, выполняя функции мегарегулятора (с сентября 2013 г.), уже не рассматривает процентную ставку в качестве индикативного инструмента ограничения системных рисков в финансовой системе. Обеспечение устойчивости финансового сектора достигается с помощью инструментов микропруденциального регулирования и макропруденциальной политики, которые по-разному влияют на условия проведения ДКП.

В условиях нового экономического и финансового кризиса, спровоцированного пандемией COVID-19 и стремительным снижением мировых цен на нефть, Банк России стал политически более зависим от Правительства РФ. Он вынужден осуществлять те или иные «политические» функции, противоречащие его целям по обеспечению устойчивого развития финансового рынка (финансовой стабильности). Так, для роста кредитования Банк России в 2020 г. стал использовать созданные макропруденциальные буферы капитала по необеспеченным потребительским кредитам, выданным не позднее 31 августа 2019 г., а также снизил макропруденциальные надбавки к коэффициентам риска в нормативах достаточности капитала кредитных организаций по необеспеченным потребительским кредитам, выданным после 1 сентября 2020 г. В ближайшее время это приведет к росту кредитных рисков в портфелях банков и росту плохих долгов в российской экономике.

Одновременно Банк России планирует также пересмотреть порядок допуска кредитных организаций к своим операциям фондирования, что, несомненно, приведет к росту просроченной кредиторской задолженности в российской экономике. В частности, в 2022 г. регулятор намерен определять своих контрагентов по операциям предоставления ликвидности на внутреннем рынке не по уровню обязательных резервных требований, а на основе информации о кредитных рейтингах, как правило, рекомендуемых Правительством РФ. Так, Банк России планирует проводить операции репо и

операции кредитования с российскими кредитными организациями при условии наличия у них кредитного рейтинга на уровне не ниже «B-(RU)» по классификации рейтингового агентства АКРА (АО) или «ruB-» – по классификации рейтингового агентства АО «Эксперт РА» [1, с. 72].

В апреле-июле 2020 г. для обеспечения поддержки доходов населения и бизнеса Правительством было выделено более 2,650 трлн руб. Это – защита интересов граждан (реструктуризация кредитов и отсрочка платежей по ним), поддержка корпоративных заемщиков (в отсрочке и пролонгации кредитов), поддержка кредитования малого бизнеса, содействие реализации госпрограмм (программы рефинансирования банков, снижение процентной ставки, отмена отраслевых ограничений и введение регуляторных послаблений для банков, предоставляющих кредиты МСП), а также поддержка ипотечного кредитования (компенсации банкам снижения нормативов достаточности капитала, связанного с признанием убытков по ипотеке). Все это внесло в российскую экономику дополнительные риски финансовой нестабильности.

Банк России ожидает, что по итогам 2020 г. дефицит бюджетной системы может достичь 5% ВВП. Отрицательный вклад в рост дефицита бюджета внесут понижение ставки социальных страховых взносов для малого и среднего предпринимательства с 30 до 15% и отмена таможенных пошлин на отдельные товары (в совокупности 0,3–0,4 трлн руб. в ценах 2019 г. ежегодно). Планируется, что основным источником финансирования дефицита бюджета станут дополнительные размещения долговых бумаг – ОФЗ, региональных и муниципальных облигаций (в 2021 г. ожидается до 1 трлн руб. дополнительных заимствований посредством размещения ОФЗ), а также возобновление продажи валюты в рамках механизма бюджетного правила для компенсации выпадающих нефтегазовых доходов. Помимо этого, Банк России не исключает возможность использования Минфином России остатков средств на рублевых счетах бюджетной системы.

Все эти «политические решения», безусловно, сильно ограничивают монетарную самостоятельность и независимость Банка России. Более того, неуклонный рост фискальных затрат Правительства РФ в условиях падения совокупного спроса и падения реальных доходов населения и бизнеса¹, по мнению экспертов ИЭ РАН, не позволит осуществить запланированный возврат плановых расходов федерального бюджета в 2023 г. в нейтральную область [1, с. 53]. Это значит, что Банк России не сможет выявить и объективно оценить действительно насущные структурные проблемы (внутренние и внешние), которые учитываются в макроэкономическом прогнозе с целью определения направленности ДКП в среднесрочной перспективе.

Макроэкономический прогноз

Банк России принимает решения по ДКП на основе макроэкономического прогноза развития российской экономики, при построении которого он опирается на современные макроэкономические модели. Ядром комплексных прогнозных моделей, отражающих основные взаимосвязи в экономике на макроуровне, является базовая квартальная прогнозная модель (КПМ). Одновременно для уточнения и дополнения результатов базовой КПМ, а также параметров ее калибровки Банк России использует широкий спектр других прогнозных инструментов – сателлитных моделей и модельных комплексов, необходимых для описания каналов ТМ ДКП [8].

В Проекте Банк России отмечает, что ДКП воздействует на отклонения темпа роста экономики от потенциального, но не сам экономический потенциал. Пандемия коронавируса и связанные с ней ограничения вызвали отклонение фактических темпов роста российской экономики от потенциальных, что привело к падению внутреннего спроса и сильным

¹ По данным Росстата, в январе—июле 2020 г. совокупная прибыль российских компаний по сравнению с аналогичным периодом прошлого года сократилась в 1,7 раза, при этом доля убыточных организаций резко выросла [7].

шокам предложения. Поэтому для того, чтобы ограничить дезинфляционные риски и стабилизировать инфляцию вблизи цели на прогнозном горизонте, Банк России стал снижать ключевую ставку ниже нейтрального уровня и проводить относительно мягкую ДКП (в апреле–июле 2020 г. ставка была снижена на 175 б. п., до 4,25% годовых).

Тем не менее Банк России продолжает придерживаться консервативного подхода при оценке баланса инфляционных рисков на прогнозном горизонте, придавая несколько большее значение проинфляционным факторам и рискам, чем дефляционным [1, с. 13]. Это в основном связано с характером инфляционных ожиданий, которые за последние несколько лет существенно снизились, но по-прежнему остаются очень чувствительны к действию краткосрочных проинфляционных факторов. Поэтому при формировании предпосылок прогноза Банк России уделяет дополнительное внимание тем факторам ценовой динамики, которые потенциально могут вызвать рост инфляции и инфляционных ожиданий.

О корректности модельного инструментария Банка России можно судить по тому, как регулятор рассчитывает сценарную траекторию изменения нейтральной процентной ставки (в частности, ключевой ставки и межбанковских ставок овернайт), при которой экономика (1) устойчиво находится в состоянии полной занятости (выпуск равен потенциальному) и (2) инфляция стабильно поддерживается на целевом уровне ключевой ставки [1, с. 26]. Это важно при расчете нейтральной процентной ставки, которую Банк рассматривает как ориентир, относительно которого следует оценивать направленность ДКП, а также как ориентир среднего уровня процентных ставок в экономике на длительных промежутках времени.

Количественно рассчитать краткосрочную нейтральную ставку весьма проблематично даже в экономиках с гораздо более долгой историей режима таргетирования инфляции, чем РФ, и центральные банки такие количественные оценки практически никогда не озвучивают [9]. Но при

принятии решений по ДКП центральный банк учитывает, в какую сторону и насколько значимо краткосрочная нейтральная ставка отклоняется от долгосрочной ставки (которая определяется структурными факторами) в зависимости от влияния циклических факторов (например, внешних условий, текущей деловой активности, мер бюджетной политики) и как она будет меняться в ближайшем будущем.

Банк России, ссылаясь на ряд исследований в области количественных оценок уровня долгосрочной реальной нейтральной ставки для страны, считает, что этот уровень в настоящее время близок к интервалу от 1 до 3% (диапазон оценок), в 2020 г. он сместился в нижнюю половину диапазона. Хотя в 2019 г. Банк России исходил еще из оценки долгосрочной реальной нейтральной ставки, находящейся в верхней половине диапазона оценок, то есть в интервале 2–3%. Произошло это, по мнению Банка России, по двум причинам: 1) вследствие ожиданий относительно долгосрочных последствий эпидемии коронавируса для мировой экономики; 2) снижения страновой риск-премии для России [1, с. 28].

Но такое объяснение, по мнению экспертов ИЭ РАН, выглядит неполным, так как оно не охватывает всей группы факторов, влияющих на уровень нейтральной процентной ставки, а именно: темпов роста совокупной факторной производительности; состава и динамики численности населения (как общей, так и отдельных возрастных групп); степени развития финансового сектора и инструментов его регулирования; уровня развития цифровых финансовых услуг. Поэтому это не привело к смене инструментария для выбора приоритетов операционной цели ДКП в условиях роста в мировой и российской экономиках дефляционных рисков.

Кредитный канал

В 2018 г. Банк России изменил приоритеты своей операционной деятельности. Основным ее инструментом стала депозитная рублевая ставка

RUONIA, которая формирует бизнес-модель, направленную на сжатие процесса кредитования в реальной экономике. Смена модели бизнеса привела к тому, что банковский сектор страны практически перестал наращивать физические объемы кредитования субъектов российской экономики (см. табл. 1).

Таблица 1

Динамика кредитования банковского сектора РФ, 2018–2020 гг.

Банки	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	01.09.2020
Кредиты нефинансовым организациям				
Банковский сектор РФ, трлн руб.	33,1	38,0	37,9	42,4
Топ-5 (госбанки), трлн руб.	21,9	25,3	25,9	29,0
Доля Топ-5, %	66,2	66,7	68,3	68,4
Потребительские кредиты домашним хозяйствам				
Банковский сектор РФ, трлн руб.	10,3	14,9	17,3	18,8
Топ-5 (госбанки), трлн руб.	6,0	9,8	11,5	12,7
Доля Топ-5, %	58,6	65,6	66,5	67,6

Источник: рассчитано экспертами ИЭ РАН по: Рейтинги банков. Финансовые рейтинги: Рейтинг (рэнкинг) российских банков по ключевым показателям деятельности рассчитывается по методике Banki.ru с использованием отчетности кредитных организаций РФ, публикуемой на сайте Банка России. // Banki.ru. https://www.banki.ru/banks/ratings/?source=submenu_banksratings. (Дата обращения: 25.09.2020).

Так, по расчетам экспертов ИЭ РАН, за весь 2019 г. объем кредитов, предоставленных нефинансовым организациям всеми российскими банками, не только не увеличился, но даже немного снизился. Рост на 4,5 трлн руб. за 8 месяцев 2020 г. был связан с реализацией в марте–июле 2020 г. трех пакетов антикризисных мер Правительства РФ и мягкой политикой Банка России по реструктуризации корпоративных кредитов коммерческими банками, направленных на борьбу с распространением коронавируса и поддержку населения и бизнеса. При этом основную поддержку (70%) получили корпорации, являющиеся клиентами ведущих госбанков (топ-5²) страны.

В отношении кредитов домашним хозяйствам ситуация аналогичная. Прирост потребительских кредитов всего банковского сектора (417 действующих кредитных организаций) за 8 месяцев 2020 г. составил 1,5 трлн руб.: на кредиты, выданные госбанками из топ-5, пришлось 80%, а на все

² Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, РСХБ и Банк «ФК Открытие».

остальные 412 действующих кредитных организаций – только 20% прироста, или 0,3 трлн руб. (см. табл. 1).

На протяжении последних почти 6 лет (то есть в условиях режима таргетирования инфляции) кредитная активность в российских банках в реальном выражении была устойчиво отрицательной (см. табл. 2). За 2019 г. она повысилась, но все равно не вышла из минуса (-0,2 п.п.). За 8 месяцев 2020 г. кредитная активность впервые стала положительной (+2,0 п.п.), что было вызвано искусственно за счет накачки кредитных портфелей банков денежными средствами со стороны правительства и Центрального банка. Рост кредитной активности банков происходил как на фоне снижения инфляции, замедления темпов экономического роста, сокращения инвестиций в основной капитал, так и в результате роста долговой нагрузки на экономику, падения реальных располагаемых доходов населения и продолжающегося падения балансовых счетов российских организаций нефинансового сектора.

Таблица 2

Динамика кредитной активности банковского сектора РФ, 2019–2020 гг., млрд руб.

Показатели	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	01.09.2020
Кредиты, предоставленные НФО	30 192,5	33 371,8	33 776,6	37 321,5
Кредиты, предоставленные ДХ	12 173,7	14 901,4	17 650,7	19 065,1
Кредиты, предоставленные НФО и ДХ	42366,2	48273,2	51 427,3	56 386,6
Прирост кредитования, ΔКрП	1 427,6	5 907,0	3 154,1	4 959,3
ВВП в текущих ценах, ВВП т. ц.	92 037,2	103 875,6	108 413,7	112 862,8
(ΔКрП / ВВП т. ц.) ×100, %	1,6	5,7	2,9	4,4
Дефлятор ВВП, Дпр., %	5,3	10,3	3,1	2,4
Кредитная активность (ΔКрП / ВВП т. ц. – Дпр.), п. п.	-3,7	-4,3	-0,2	2,0

Источники: рассчитано экспертами ИЭ РАН по: <http://www.cbr.ru/analytics/?PrId=bnksyst>.

Бюджетно-налоговый канал

В Проекте экспертами Банка России выделено несколько сценариев, каждый из которых учитывает характер проводимой бюджетно-налоговой политики. В этих сценариях рассматриваются два варианта проведения такой

политики: переход к бюджетной консолидации в рамках бюджетного правила к 2022 г. и проведение более мягкой бюджетной консолидации.

В рамках базового сценария предполагается, что на фоне восстановления внешнего и внутреннего спроса, бюджетная консолидация начнется в 2021 г., но будет проходить более мягко, чем предполагается бюджетным правилом. Тем не менее к 2022 г. произойдет возврат к бюджетно-налоговой политике в рамках принятого бюджетного правила. В данном сценарии бюджетно-налоговая политика, таким образом, постепенно утратит стимулирующий характер и станет нейтральной для экономической активности.

Дезинфляционный сценарий также предполагает быстрый возврат к бюджетной консолидации, однако в условиях низких цен на нефть и слабого внутреннего спроса. Следует отметить, что налоговые доходы бюджета весьма чувствительны к падениям ВВП. По расчетам авторов [10], каждый процент снижения ВВП приводит к более чем одному проценту снижения налоговой нагрузки. Так произошло и в I полугодии 2020 г. При этом основные потери налоговых доходов понес федеральный бюджет. Доходная часть бюджетов субъектов РФ в I полугодии 2020 г. не успела сократиться столь резко. Однако следует ожидать значительного снижения доходов по итогам 2020 г.

В этой связи проведение бюджетной консолидации по траектории базового сценария возможно только при существенном сокращении расходов. Это приведет к еще большему снижению ВВП. Таким образом, дезинфляционный сценарий содержит в себе больше рисков, чем предполагается в Проекте.

Проведение более мягкой бюджетной консолидации должно поддержать внутренний спрос и стимулировать более быстрое восстановление выпуска, однако сопряжено с большим инфляционным давлением. В связи с этим ДКП, скорее всего, ужесточится, а значит

повышение ключевой ставки ухудшит условия заимствования для покрытия бюджетного дефицита. В условиях сохранения выбранной траектории бюджетной консолидации также придется сокращать бюджетные расходы сверх плана.

Таким образом, умеренный характер бюджетно-налоговой политики или преждевременный переход к бюджетной консолидации замедлят выход российской экономики из рецессии. В этой связи экспертами ИЭ РАН предлагается рассмотреть следующие механизмы.

1. Многие меры, принятые в целях борьбы с последствиями распространения новой коронавирусной инфекции, имеют краткосрочный характер, поэтому необходима дополнительная поддержка организациям малого и среднего бизнеса. Это может быть предоставление субсидированных кредитов на более длительный срок или возврат налоговых платежей за предыдущие периоды.

2. В настоящее время инвесторы предъявляют большой спрос на государственные облигации с плавающим купоном (так называемые флоутеры). Такие бумаги позволяют инвесторам снизить риски, связанные с колебанием обменного курса рубля, с ускорением инфляции. Если снижения ключевой ставки не будет происходить в ближайшее время, следует увеличить долю флоутеров в общем объеме выпусков ОФЗ.

3. Риски увеличения заимствований на финансовом рынке, в том числе с использованием ОФЗ с переменным купоном, могут отчасти нивелироваться согласованным проведением ДКП. Банк России может расширять кредитование под залог ОФЗ или операции по обратному выкупу. Кроме того, ЦБ РФ может расширять ломбардный список ценных бумаг за счет облигаций субъектов РФ, позволяя субнациональным властям разнообразить набор инструментов финансирования долга.

Следует отметить, что указанные меры могут быть реализованы в короткие сроки. При этом высоки риски дальнейшего ослабления рубля,

положительный эффект от которого будет очень коротким. Падение стоимости национальной валюты даст некоторую поддержку нефтегазовым доходам, а также положительно скажется на экспорте и производительности. Однако эти эффекты, как правило, краткосрочны и не длятся более года.

Таргетирование уровня номинальных цен ВВП

В условиях заметного роста в мировой и российской экономиках дефляционных рисков процентный канал ДКП перестает эффективно работать, хотя, по оценкам Банка России, наблюдается сильная корреляция между ставками денежного рынка и ставками по кредитам и депозитам в реальной экономике. Крупным госбанкам кредиты по ключевой ставке не нужны. Более того, они не стремятся покупать резервы Банка России по ставкам денежного рынка, привязанным к ключевой. Им легче занимать дешевые ресурсы на рынке депозитов по ставкам на 1,0–1,5 п. п. ниже ключевой (см. табл. 3). Напротив, средние и мелкие банки не могут этого делать ввиду активного оттока средств домашних хозяйств и нефинансовых организаций в госбанки (в основном топ-5), а также наличия неравного доступа банков второго и третьего эшелона к ресурсам бюджетных и внебюджетных фондов.

Таблица 3

Динамика депозитов (вкладов) банковского сектора РФ,

2018–2020 гг.

Банки	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	01.09.2020
<i>Депозиты нефинансовых организаций</i>				
Банковский сектор РФ, трлн руб.	24,3	28,2	27,3	30,7
Топ-5 (госбанки), трлн руб.	14,6	16,9	16,2	18,2
Доля Топ-5, %	60,3	59,8	59,4	59,3
<i>Вклады домашних хозяйств</i>				
Банковский сектор РФ, трлн руб.	23,1	28,4	29,8	31,1
Топ-5 (госбанки), трлн руб.	14,6	19,1	20,8	21,9
Доля Топ-5, %	63,4	67,2	69,9	70,5

Источник: рассчитано экспертами ИЭ РАН по: Рейтинги банков. Финансовые рейтинги: Рейтинг (рэнкинг) российских банков по ключевым показателям деятельности рассчитывается по методике Banki.ru с использованием отчетности кредитных организаций РФ, публикуемой на сайте Банка

России. // Banki.ru. URL: https://www.banki.ru/banks/ratings/?source=submenu_banksratings.
(Дата обращения: 25.09.2020).

В настоящее время деньги Банка России (резервы) превратились в автономный фактор денежного предложения и используются банками для взаимных расчетов в платежной системе Банка России, а ключевая ставка – в процентную ставку по этим резервам. Соответственно, возникает вопрос: как сделать так, чтобы ключевая ставка без значительного процентного спреда была прочно привязана к потребительскому и промышленному кредитованию или, говоря иначе, стала бы по-настоящему основным, операционным инструментом ДКП?

В условиях действующего режима таргетирования инфляции и существующей практики управления банковской ликвидностью это сделать практически невозможно, поскольку резервы центральных банков и частные деньги, создаваемые при кредитных операциях коммерческими банками, не взаимозаменяемы (не смешиваются), что сильно сдерживает процесс монетарного стимулирования внутреннего спроса. Одним из возможных решений этой проблемы, по мнению экспертов ИЭ РАН, является переход в рамках денежно-кредитной политики к режиму таргетирования уровня номинальных цен ВВП, при котором целевым операционным инструментом будет не ИПЦ, а индекс цен производителей, или дефлятор ВВП [11].

Для этого Банк России должен модернизировать свои комплексные прогнозные модели и внести в их архитектуру ряд изменений и дополнений. В частности, внести показатели денежной и товарной массы, включить в систему уравнений кривую LM (Liquidity – Money) и исключить из макроэкономических переменных индекс импортных цен. Это позволит хозяйствующим субъектам в условиях, например, падения уровня номинальных цен ВВП наращивать текущие расходы, а Банку России не нужно будет реагировать на подобный рост предложения повышением процентных ставок [12, с. 15–16].

Таким образом, таргетирование уровня номинальных цен ВВП, по мнению экспертов ИЭ РАН, позволит Банку России в условиях дефляционных рисков «поставить на якорь» не только инфляционные ожидания, но и создать необходимые условия для осуществления структурных преобразований в пределах целевого таргета – дефлятора ВВП. В среднесрочной перспективе такой целевой режим ДКП приведет к тому, что монетарная политика Банка России станет играть реальную роль амортизатора внешних и внутренних шоков, а не служить их волатильным «встроенным катализатором», моментально реагирующим на любые шоки денежного предложения.

Выводы Института экономики РАН

1. Анализ Проекта «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов» показал, что стабилизация инфляции вблизи 4% является необходимым, но не достаточным основанием для устойчивого развития российской экономики. Целевые параметры базового сценария, скорее всего, не будут достигнуты, так как рост дефляционных рисков в России и мире потребует реализации целевых параметров других сценариев – в первую очередь дефляционного и возможно отчасти рискового.

2. Новый порядок администрирования ставки RUONIA при непосредственном участии Банка России приведет к еще более стремительной монополизации российского финансового рынка, к снижению на нем справедливой конкуренции, развитию олигополии и концентрации капитала и денежных ресурсов в системно значимых (в первую очередь государственных) финансовых организациях, что создаст в среднесрочной перспективе необходимые условия для введения в России цифрового рубля.

3. Необходимые условия для устойчивого развития российской экономики в условиях роста дефляционных рисков Банк России можно

создать, если целевым режимом его ДКП в среднесрочной перспективе станет режим таргетирования уровня номинальных цен ВВП, а операционным показателем – индекс цен производителей, или дефлятор ВВП.

4. Режим таргетирования уровня номинальных цен ВВП следует активизировать за счет механизмов, связанных с дополнительной поддержкой МСП, стимулированием спроса на государственные облигации с плавающим купоном (так называемые флоутеры), ростом кредитования под залог ОФЗ или операции по обратному выкупу, а также расширением ломбардного списка ценных бумаг за счет облигаций субъектов РФ, позволяя субнациональным властям разнообразить набор инструментов финансирования долга.

5. Необходимо вернуться к активному регулированию валютного курса со стороны Банка России, поскольку Министерство финансов заинтересовано в снижении курса национальной валюты, а не в ее устойчивости. Для этого необходимо проведение валютных интервенций со стороны Центрального банка, возвращение к использованию таких инструментов, как валютные свопы и операции репо с иностранной валютой. Дополнительным защитным инструментом от внешних шоков, а также способом для расширения пространства независимой денежно-кредитной политики могло бы стать введение отдельных ограничений на трансграничное движение капиталов в России.

ЛИТЕРАТУРА

1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов (Проект от 29.09.2020 г.). М.: Банк России, 2020. – 152 с.

2. Кудрин: проблема замедления экономики – не в пандемии.
<https://www.banki.ru/news/lenta/?id=10933815>. (Дата обращения: 21.10.2020).
3. IOSCO. Principles for Financial Benchmarks Final Report, 2013.
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>. (Дата обращения: 24.10.2020).
4. Обзор реализации глобальной реформы финансовых индикаторов и использование LIBOR / EURIBOR на российском рынке (по итогам первого полугодия 2020 года). М.: Банк России, 2020.–16 с.
5. Информационное письмо о переходе к новым иностранным эталонным процентным индикаторам. Письмо Банка России № ИН - 015-52/121 от 12.08.2020. https://www.cbr.ru/statichhtml/file/59420/20200812_in-015-52_121.pdf. (Дата обращения: 25.10.2020).
6. Андрюшин С.А., Никитина С.А., Рубинштейн А.А., Свиридов А.П. Банк России в 2019г.: годовой отчет и новые вызовы // Банковское дело. 2020. № 7. С. 8–19.
7. Росстат сообщил о снижении прибыли компаний РФ за семь месяцев и росте доли убыточных игроков. URL: <https://www.banki.ru/news/lenta/?id=10934154>. (Дата обращения: 25.10.2020).
8. Андрюшин С.А., Кирилюк И.Л., Рубинштейн А.А. Антиинфляционная политика Банка России: вопросы теории и практики // Банковское дело. 2019. № 4. С. 12–20.
9. Bank of England. Inflation Report / August 2018; Brainard L. What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy? / Remarks delivered at the Detroit Economic Club. Detroit, Michigan, 2018.
10. Букина И.С. Бюджетно-налоговая политика России в 2019 г. и в условиях кризиса 2020 г. // Федерализм. 2020. № 2.
<https://doi.org/10.21686/2073-1051-2020-2-132-145>. (Дата обращения: 24.10.2020).

11. Bhandari P., Frenkel J. Nominal GDP Targeting for Developing Countries // Research in Economics. 2017. Vol. 71. N 3. P. 491–506.
12. *Андрюшин С.А., Бурлачков В.К., Кирилюк И.Л., Рубинштейн А.А., Слуцкий Л.Н.* Экспертное заключение на Проект документа Банка России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов» // Банковское дело. 2019. № 10. С. 8–17.

Экспертное заключение подготовлено первым заместителем директора ИЭ РАН по науке, д.э.н., членом-корреспондентом РАН, М.Ю. Головниным, главным научным сотрудником ИЭ РАН, д.э.н. С.А. Андрюшиным, руководителем Центра макроэкономического анализа и прогнозирования, к.э.н. И.С. Букиной, младшим научным сотрудником ИЭ РАН А.П. Свиридовым.