



О ВОЗМОЖНЫХ НАПРАВЛЕНИЯХ ПОВЫШЕНИЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ ГОСУДАРСТВА

Д. А. Динец

Российский университет дружбы народов имени Патриса Лумумбы,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Россия

Цель статьи – обоснование параметров денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, обеспечивающих расширенное воспроизводство в масштабах национальной экономики. Для достижения этой цели последовательно решены следующие задачи: проанализированы теоретические и прикладные аспекты взаимного влияния денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики на параметры макроэкономической динамики; исследованы причины низкой работоспособности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики; сделана попытка объяснения причин низкой работоспособности каналов трансмиссионного механизма в контексте существующей геополитической ситуации; предложен авторский подход к формированию предпосылок устранения противоречий денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в контексте обеспечения экономического роста. Основной вывод автора состоит в необходимости учета емкости рынка, создаваемого усилиями денежно-кредитных и бюджетно-налоговых властей при согласовании параметров денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики.

Ключевые слова: монетарная политика, фискальная политика, емкость рынка.

CONCERNING POSSIBLE TRENDS IN RAISING EFFECTIVENESS OF FINANCE POLICY OF STATE

Daria A. Dinets

Peoples' Friendship University of Russia named after Patrice Lumumba,
Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia

The goal of the article is to substantiate parameters of monetary-credit and budget-taxation policy, which ensure extended reproduction on a scale of national economy. To attain this goal the following steps were taken: analysis of theoretical and applied aspects of mutual impact of monetary-credit and budget-taxation policy on parameters of macro-economic dynamics; investigation of reasons for low efficiency of transmission mechanism of monetary-credit policy; an attempt to explain causes of low efficiency of channels in transmission mechanism in view of present geo-political situation; proposal of the author's approach to creating preconditions for eliminating antagonism between monetary-credit and budget-taxation policy in view of economic growth provision. The principle conclusion of the author implies the necessity to take into account the market volume formed by efforts of monetary-credit and budget-taxation authorities in coordination of parameters of monetary-credit and budget-taxation policy.

Keywords: monetary policy, fiscal policy, market volume.

Анализ научных и научно-практических работ по обозначенной тематике изобилует ситуативными оценками точечных решений в области финансовой политики и их послед-

ствиями с точки зрения сокращения негативного влияния каких-либо внешних шоков, будь то финансовый кризис, валютные войны, санкции, геополитическая напряженность, волатильность нефтяных

цен или низкая ликвидность финансового рынка, его слабость и ориентированность на офшоры. И хотя перечисленные вопросы важны, независимая финансовая политика должна иметь базис, который определен долгосрочной стратегической целью развития национальной экономики, а конъюнктурные вопросы, несмотря на значимость рисков, ими создаваемых, должны решаться точечными мерами и корректировками инструментария финансовой политики.

Отмеченная особенность проявляется в одном из противоречий между денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политикой: одним из важных аспектов становится определение основной магистральной линии передачи финансового импульса решению стратегических экономических и связанных с ними геополитических задач, причем инструментарий такой политики должен играть роль в долгосрочном стратегическом планировании и влиянии на реальные показатели. В таком случае второе из направлений финансовой политики становится вспомогательным, решающим ситуативные задачи в краткосрочном периоде. Анализ целей денежно-кредитной и бюджетной политики Российской Федерации сегодня отводит роль первой скрипки независимой денежно-кредитной политике, тогда как решение текущих задач и влияние на краткосрочные показатели развития остаются за бюджетно-налоговой политикой. Само по себе такое деление представляется лишенным смысла из-за присущей бюджетному процессу инерционности, заложенной как в характере бюджетных обязательств, так и в длине налогового и отчетного периодов по основным видам налогов. С другой стороны, чувствительность к изменению процентных ставок в ряде отраслей, особенно вовлеченных в кредитные циклы [8. – С. 41], может оказаться довольно высокой.

Исследования в области скоординированного применения денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики можно разделить на две большие группы:

1. Оценка влияния параметров реализации денежно-кредитной политики на результативность бюджетной политики, и наоборот.

2. Оценка совместного влияния параметров реализации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики на экономический рост и иные показатели социально-экономической динамики.

В рамках первого направления исследований можно выделить следующие подгруппы:

– влияние бюджетной политики на работоспособность каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики;

– влияние цикла нефтяных цен и бюджетных реакций на него на результативность денежно-кредитной политики Российской Федерации;

– влияние политики валютного курса на сбалансированность бюджета;

– влияние финансовых результатов деятельности Центрального банка Российской Федерации на бюджетные доходы;

– влияние госрасходов на результативность антиинфляционной политики Банка России и мандат независимости этого финансового института;

– влияние институтов развития на эффективность работы банковского сектора;

– влияние способа эмиссии на эффективность бюджетных расходов;

– влияние банковского мультипликатора на качество бюджетного планирования.

Более полное представление этой группы подходов дано в таблице. Для иллюстрации данных таблицы приведем некоторые методологические и практические особенности взаимодействия. Прежде всего задачами Банка России должны быть ценовая и финансовая стабильность, причем в реализации второй задачи Банк России сильно зависит от политики Минфина России, который руководствуется Государственной программой Российской Федерации «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков».

Методы взаимного влияния инструментов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики

1	2	3	4	5	6	7
ДКП/бюджетная политика	Установление процентных ставок	Управление резервными требованиями	Валютные интервенции и политика валютного курса	Операции на открытом рынке	Денежная эмиссия, канал эмиссии	Рефинансирование коммерческих банков
Государственные закупки	Чем выше процент, тем ниже степень акселерации бюджетных расходов. С другой стороны, чем выше госрасходы, тем ниже эффективность установления таргета по инфляции	Чем выше требования по резервированию, тем меньший эффект от госзакупок распространяться через каналы трансмиссионного механизма. Повышение требований приводит к недостижению запланированных целей расходов либо к росту затратности в достижении этих целей	Ослабление национальной валюты в закрытой экономике приводит к снижению эффективности госрасходов. Для получения одного дополнительного рубля государственных доходов при ослаблении валюты необходимо увеличить госрасходы	Свойственный российской экономике монополизм приводит к тому, что госзакупки и операции на открытом рынке попадают в единый воспроизводственный контур, что приводит фактически к дублированию финансирования при размытых ключевых показателях деятельности	Рост госрасходов нивелирует ограничения роста денежной массы с точки зрения влияния на инфляцию. Ограниченное число бенефициаров, средств и объектов инвестирования приводит к тому, что фактически все риски по финансированию проекта берет на себя только бюджет, поскольку фактически все три канала эмиссии используются для финансирования одних и тех же проектов	Активное адресное рефинансирование позволяет сократить потребность в государственных закупках
Налоги	Чем выше процентные ставки, тем ниже суммы уплаченных налогов на прибыль и доходы физических лиц. В свою очередь чем выше налоги с оборота, тем ниже влияние процента на уровень достижения таргета по инфляции	Чем выше уровень свободных денежных потоков хозяйствующих субъектов и тем меньше эффект от манипулирования резервными требованиями с точки зрения регулирования скорости обращения денег. Иными словами, эти инструменты направляют соперничают друг с другом в вопросе влияния на деловую активность	Операции с иностранной валютой для внутреннего рынка сегодня эквивалентны стихийному налогу как на потребление, так и на продажу. Ослабление валюты в угоду экспортерам через рост цен увеличивает налогооблагаемую базу по НДС (при отсутствии вычета ввиду возникновения обязанностей налогоплательщика при импорте товаров). С другой стороны, обесценение валютных резервов в связи с укреплением национальной валюты приводит к сокращению доходов бюджета и требует роста налогов	Масштабные операции по предоставлению ликвидности банковскому сектору и денежному рынку приводят к сокращению бюджетных эффектов от деятельности институтов развития за счет спреда в процентных ставках на неликвидном рынке и роста ключевой ставки. Иными словами, банковский сектор и участники рынка денег сокращают налоговые платежи за счет выплачиваемых за ликвидности процентов, несмотря на активное участие в программах институтов развития	Доля налогов, уплачиваемых крупнейшими налогоплательщиками, традиционно высока, однако фактически сильное переплетение каналов эмиссии приводит к тому, что каждый рубль таких налогов обходится государству условно в три раза дороже из-за несоординарованности бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики	Рефинансирование кредитов развития, полученных на этапе масштабирования док-бизнеса, позволяет увлечь налогооблагаемую базу. Рефинансирование кредитов развития на стадии прототипа без рынка сбыта часто приводит к потребности в новых источниках налоговых поступлений. Рефинансирование кредитов может быть заменено или частично заменено интенсифицирующей производством и масштабированием льгот

Окончание табл.

1 Трансферты	2 Чем выше процентные ставки Центрального банка Российской Федерации, тем больше уровень разрыва в экономическом развитии регионов и потребность в дотационном финансировании	3 Высокие резервные требования приводят к укрупнению в банковском секторе, что сокращает число региональных банков, приводя к денежному обращению в регионах в тотальную зависимость от политики центра. Это может стать причиной потребности в дополнительных дотациях	4 Политика валютного курса по-разному отражается на нефтедобывающих и нефтедобывающих регионах. Одних валютная политика, как правило, приводит к росту доступности рублевой ликвидности и повышению деловой активности в регионе, других – к росту цен, падению деловой активности, необходимости подержки занятости и росту зависимости от межбюджетных трансфертов	5 Региональный банковский и корпоративный сектор слабо представлен на рынке финансовых инструментов. Операции по предоставлению ликвидности Центрального банка Российской Федерации сказываются на разнице в ценах привлечения денежных ресурсов в центре и на периферии. Это приводит к сокращению налогооблагаемой базы по налогу на прибыль (18% от котировальных бюджетов). В результате возрастает потребность в трансфертах	6 Косвенная форма финансирования развития регионов не напрямую через каналы эмиссии Центрального банка Российской Федерации, а посредством перераспределения бюджетных средств ввиду изъятия отрицательного разрыва выпуска во многих регионах за счет высокой концентрации ликвидности в центральных и нефтедобывающих регионах	7 Рефинансирование кредитов в рамках программ развития регионов способно сократить потребности в межбюджетных трансфертах при условии адресности и обеспечении доказанной эффективности масштабирования, а также при грамотном использовании эффекта образования кластера в том или ином регионе
-----------------	--	--	---	--	---	---

Финансовый рынок страны, ориентированный на бюджетный и кредитный каналы эмиссии, не может обладать какой бы то ни было автономией от регуляторной и

инструментальной политики Министерства финансов Российской Федерации. Для иллюстрации рассмотрим структуру активов баланса Банка России (рис. 1).

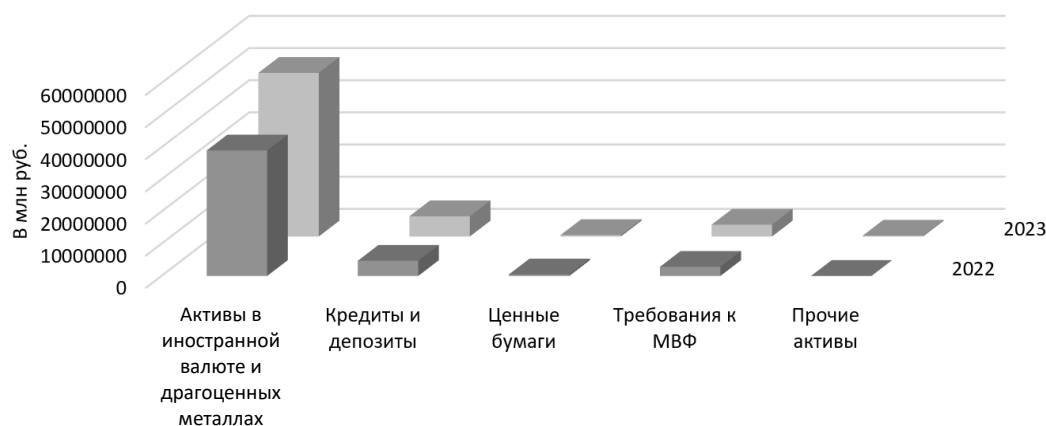


Рис. 1. Структура и динамика активов Центрального банка Российской Федерации на основе данных годового отчета

Источник: URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/49041/ar_2023.pdf

При несущественной сумме доходов от переоценки валютных резервов в 2023 г. (около 161 млрд руб.) рост активов в форме иностранной валюты и драгоценных металлов, операции с которыми активно продвигали коммерческие банки в 2023 г. в качестве прибыльных инвестиций, предполагает рост рублевой эмиссии для выкупа иностранной валюты у экспортеров. Это специфическая форма работы бюджетного канала эмиссии Банка России с той разницей, что первичными получателями этих средств становятся сырьевые компании, которые активно развивают проекты развития, получающие бюджетную поддержку (ПАО «Роснефть», ГК «Росатом», ПАО «Газпром» и т. д.). По мнению С. Ю. Глазьева, от финансового рынка сложно ожидать позитивного влияния на условия монетарного регулирования, пока он «открыт для внешних спекулянтов и закрыт для реального сектора экономики» [6. – С. 10].

В итоге финансовая стабильность и развитие финансовых рынков строятся по пути перекрестного субсидирования со стороны бюджета и монетарного регулятора:

за счет бюджетных средств покрываются возможные убытки держателей финансовых активов, а за счет операций с иностранной валютой происходит замещение вклада Банка России в финансирование бюджетных расходов. Говорят, что в Китае один юань государственного финансирования превращается в три за счет диверсификации портфеля инвесторов, допущенных к участию в проекте. Существует риск, что в России один рубль государственных расходов на реализацию проектов развития превращается в 0,3 рубля за счет высоких процентов, девальвации и высокой концентрации потенциальных инвесторов, имеющих доступ к ликвидности финансовых рынков. В таких условиях независимая денежно-кредитная политика усугубляет проблему низкой эффективности бюджетных расходов. Таким образом, за счет государства субсидируется хеджирование валютных рисков крупными компаниями, имеющими доступ к источникам эмиссии, одновременно имея доли в открытых позициях денежного рынка.

Следующий важный аспект противоречивого характера денежно-кредитной и

бюджетно-налоговой политики и взаимного усиления негативных тенденций либо погашения положительных импульсов за счет подачи экономике противоположных сигналов – это отношение российской экономики к шокам нефтяных цен. Так, по мнению А. Н. Сухарева, «направления денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в рамках циклов «рост – падение» нефтяных цен обязаны быть в целом диаметрально противоположными. При росте цен на нефть денежно-кредитная политика должна носить экспансионистский характер, а налогово-бюджетная политика – рестрикционный характер» [12. – С. 5]. Представляется, что подобная позиция чревата экономической зависимостью и отсутствием возможностей для участия денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в обеспечении решения государственных стратегических задач.

Кроме того, зависимость как валютного курса, так и направлений финансовой политики от экзогенно устанавливаемых на внешних рынках цен является стратегией российских финансовых властей на протяжении многих лет, усиливая тем самым структурные дисбалансы. Представляется, что во многом позиция финансовой политики страны по отношению к изменениям мировых цен на те или иные товарные группы определяет возможности эффективного финансового регулирования.

Мировой рынок (финансовый и рынок commodities) подчиняется ценовой позиции мирового финансового центра – США, во-первых, по причине наибольшей емкости американского сегмента рынка, а во-вторых, по причине использования доллара США в качестве валюты ценообразования для большей части торгуемых активов. Версия о существенном влиянии валютного курса на положение импортеров и экспортеров внутри страны при реализации внешних шоков выглядит не вполне состоятельной, поскольку курс той или иной валюты по отношению к валюте ценообразования торгуемых товаров не способен повлиять на их цены на мировых

рынках. Так, товары из пластика, произведенные в Китае, будут давать меньшую норму прибыли при росте нефтяных цен, но на мировом (американском и европейском) рынке их цены не будут иметь ту же волатильность, что и цены на нефть. Их цены будут подчиняться среднему уровню инфляции в странах с самыми емкими товарными рынками. В противном случае товарам будет найдена замена. В свою очередь Китай имеет больший рынок, чем, например, Россия. В описанной ситуации неблагоприятного изменения нефтяных цен Китай будет обладать рыночной властью, необходимой для одностороннего увеличения цен на свою продукцию, торгуемую на российском рынке. Иными словами, позиции экспортеров и импортеров зависят в большей степени от того, на каком рынке они представлены, а не от того, как изменяется процентная ставка в ответ на нефтяные шоки.

Таким образом, ослабление рубля и ужесточение денежно-кредитной политики механически увеличивают рублевую выручку компаний, которые и без того имеют доступ к ликвидности. Но такая политика не создает внутреннего рынка, не создает даже для бенефициаров такого положения, когда внутри страны можно производительно потратить полученную валютную выручку. В итоге происходит обратный обмен на валюты стран, рынки которых имеют большую емкость и независимость ценообразования.

В этом видится основное предназначение скоординированной или единой денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики: основной задачей должен быть рост емкости внутренних рынков и впоследствии способность повлиять на внутренние цены на этом рынке независимо от мирового цикла нефтяных цен.

Укрепление национальной валюты на этапе сильной зависимости от долларовой ценообразования в свою очередь может позволить не переходить к искусственно устанавливаемым ценам, а за счет валютных пропорций поддерживать рост емкости

сти и ликвидности внутреннего рынка. Незря участники соглашения «Плаза» имеют самые емкие рынки – ведь они договорились не девальвировать свои валюты.

В этом ключе интересной представляется позиция М. Ю. Головнина: в настоящее время ключевую роль в проведении структурной трансформации российского рынка, в том числе финансового, должна играть стимулирующая бюджетно-налоговая политика, тогда как задача денежно-

кредитного регулирования должна состоять в поиске новых каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики [7. – С. 18]. Соглашаясь с позицией автора о неработоспособности процентного канала трансмиссионного механизма в сложившихся условиях, рассмотрим представление Банка России об используемых каналах и способах их влияния на реальные переменные (рис. 2).

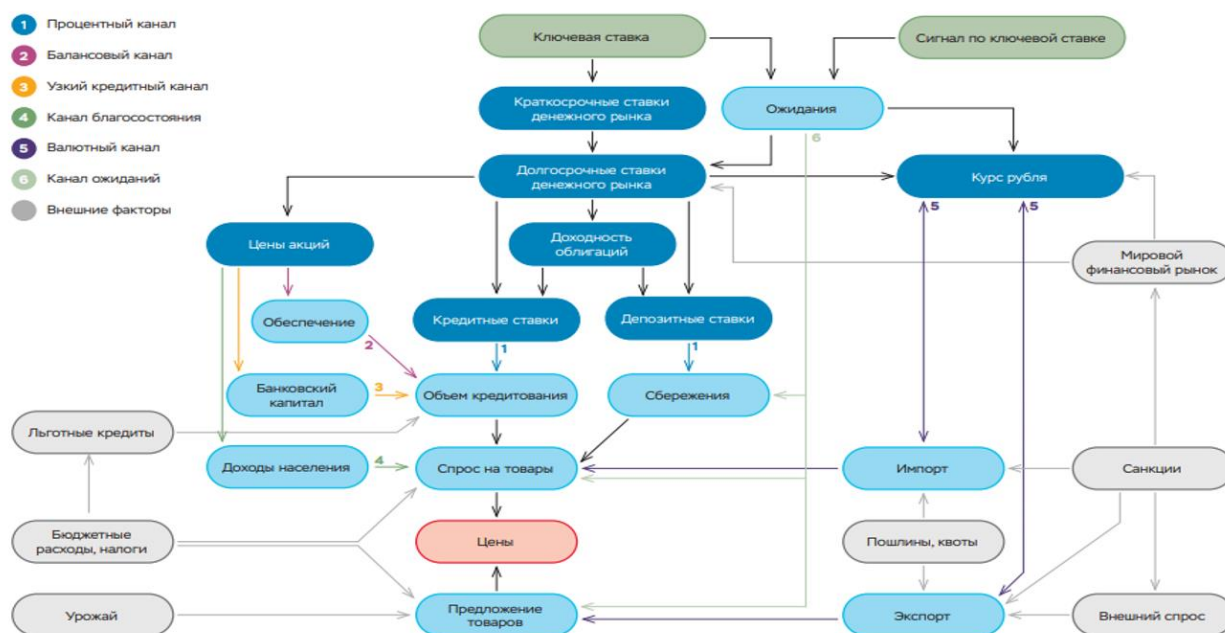


Рис. 2. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. – URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024\(2025-2026\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/150582/on_2024(2025-2026).pdf)

Если рассмотреть эту схему в контексте действующих инструментов бюджетного стимулирования экономики через институты развития (ВЭБ, «Сколково» и др.) и с учетом ранее сделанных выводов, то очевидным становится отсутствие действующего инструментария поддержки создания рынков. Речь идет не о попытках денежной трансмиссии, а скорее о координации способов перенаправления ликвидности к компаниям, обеспечивающим производство избранных товарных позиций.

Недоступность фондового рынка и рынка денег для большинства потенциальных производителей, если рассматривать их в воспроизводственном контексте, т. е. производителей, обеспечивающих конкуренцию на полном цикле производства различных товарных групп, противоречит идее широкого распространения импульса роста благосостояния за счет роста доходности акций и облигаций, но через рост средневзвешенной стоимости капитала создает предпосылки высоких барьеров при заходе на рынок участников,

не имеющих серьезного первоначального капитала.

При этом точечное финансирование через институты развития увеличивает концентрацию ликвидности в руках конкретных хозяйствующих субъектов. Не беря во внимание возникающую угрозу коррупции, можно отметить очевидную неравномерность в стимулирующих импульсах рассматриваемого механизма. Получатели бюджетной поддержки вынуждены обращаться на более крупные рынки (Китай, Индия, ряд недружественных стран) для налаживания производственного процесса. Тем самым для них возникает необходимость хеджирования рыночных (ценовых) рисков, связанных с глобальной инфляцией и хеджированием тех же рисков со стороны Китая. Трансмиссионный механизм становится инструментом хеджирования ценовых рисков бюджета (как доходов, так и расходов) в краткосрочной перспективе, а не способом оказания влияния на реальную динамику выпуска.

Фактически трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики сегодня не имеет никаких других целей, кроме возможности в условиях крайне неблагоприятной внешней среды хеджировать риски источников бюджетных доходов и направлений бюджетного стимулирования экономики. Следует отметить, что этот способ хеджирования является крайне дорогим в масштабах российской экономики, но основная негативная его черта в том, что по факту он сужает национальный рынок, делая невозможной конкуренцию со стороны производителей, лишенных доступа к широкой ликвидности, по отношению к предложению товаров из стран с более емкими рынками.

Кроме того, нельзя не учитывать влияние санкций на разрыв корреспондентских отношений с банками в странах – эмитентах резервных валют. Если ранее трансмиссионный механизм, не будучи работоспособным, отчасти компенсировался возможностью так называемой вне-

бюджетной офшорной эмиссии резервных валют [3. – С. 23] за счет того, что коммерческие банки в различных странах в результате балансовых пропорций могли кредитовать внутренних заемщиков в резервных валютах, что отчасти сглаживало внешнеэкономические шоки от изменений нефтяных цен, то на сегодняшний день такая возможность для большинства российских заемщиков отсутствует. В современных условиях возможность эффективной денежно-кредитной политики должна обеспечиваться ростом доходности капитала [3. – С. 22].

Вместе с тем рост доходности капитала должен обеспечиваться возможностью:

- а) ценовой стабильности факторов производства;
- б) увеличения масштабов национальных рынков, снятия ограничений для роста конкуренции;
- в) быстрого использования производимых товаров на этапе становления системы для наращивания емкости рынков¹.

Канал трансмиссионного механизма, отвечающий перечисленным условиям, можно условно назвать кластерным, т. е. каналом, позволяющим преодолеть последствия образования пустот в производственных цепочках или воспроизводственных циклах. Причем впоследствии такой канал должен быть дополнен каналом поддержки конкуренции. Что касается инструментария денежно-кредитной политики, обеспечивающей достижение указанных целей, то это должны быть:

- инструменты усиления национальной валюты в период активного бюджетного стимулирования масштабирования производства;

¹ Рэй Далио отмечает одну из причин долгового цикла в США – рост расходов на вооружение, которое быстро уничтожается в ходе использования и требует постоянного обновления. Та же идея прослеживается в концепции «одноразовой жизни», т. е. крайне быстрого устаревания технически исправных гаджетов. Таким образом, возможность искусственного увеличения емкости рынка во многом определяет возможности произвольного ценообразования на нем [7].

- инструменты удешевления кредита и роста доступности средств для потенциально платежеспособных потребителей;
- инструменты повышения платежеспособности потребителей через рост доходов населения за счет роста числа производительных рабочих мест, что в свою очередь обеспечивается бюджетной политикой масштабирования производства в условиях низких процентных ставок;
- инструменты сокращения уровня централизации и концентрации банковского капитала, прямой запрет банкам на вложение капитала в ретейл и прочие нефинансовые виды деятельности, даже создание дочерних структур;
- инструменты создания депозитов в валютах стран, на данном этапе являющихся поставщиками оборудования и технологий;
- инструменты контроля программ лояльности банков;
- традиционные инструменты рефинансирования и развития вторичного долгового рынка для проектов с повышенными рисками внедрения.

Денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика, таким образом, должна выступать в качестве элементов общей структурной экономической политики, обеспечивая условия для роста емкости национального рынка. Только в таких условиях в долгосрочной перспективе возможны качественные изменения. Сегодня они выступают как инструменты перенаправления ликвидности для обхода санкций и других конъюнктурных ограничений. С целью преодоления такого состояния должны быть созданы условия для производительного расходования средств на внутренних рынках и максимальной независимости от ценообразования на рынках недружественных стран.

Подход к необходимости единой политики можно встретить в различных работах [2]. В частности, в статье В. А. Слепова и А. Ю. Чаловой в качестве инструментов обеспечения интеграции денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики

предлагается использовать бюджетное и монетарное правила, а именно установление пороговых значений отношения дефицита бюджета к ВВП как триггера бюджетно-налоговой политики и таргета уровня цен как цели денежно-кредитной политики. Таргетирование инфляции и таргетирование уровня цен имеют принципиальное отличие: если инфляция устанавливается ежегодно по отношению к достигнутому в прошлом периоде уровню ценовой динамики, то при таргетировании уровня цен устанавливается некий базовый уровень, по отношению к которому оценивается динамика индекса [11. – С. 2325].

Установление правил потенциально может иметь положительные эффекты в расстановке сил между правительством и Банком России, однако для этого должны быть обеспечены ликвидность бюджетных расходов и работоспособность каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В условиях, когда эти задачи не реализованы или пока тому нет реальных перспектив и возможностей, установление правил остается привлекательной перспективой для будущего, но реальность приводит к необходимости ручной настройки.

Тем не менее отмеченную особенность современной денежно-кредитной политики как инструмента хеджирования рыночных рисков целесообразно использовать при актуализации механизма рефинансирования. Следует отметить, что сегодня рефинансирование часто понимается в узком смысле как финансирование объектов, уже когда-то профинансированных и не дающих возможности для обеспечения окупаемости за счет генерируемого ими денежного потока. Необходимо политику рефинансирования Банка России направить на хеджирование рисков коммерческих банков при финансировании проектов внедрения. Иными словами, бюджетные ресурсы в большей степени необходимы для финансирования масштабирования производства товаров, услуг и активи-

вов, имеющих рынок сбыта, т. е. потенциально способных обеспечивать окупаемость. Более рискованное финансирование проектов на стадии внедрения (разработки) целесообразно осуществлять за счет доступного банковского кредитования, что позволит разделить риски и повысить заинтересованность заемщика. Вместе с тем для развития рынка денег и впоследствии рынка капитала в стране такие проекты должны финансироваться на рыночной основе с использованием инструментария обеспеченных кредитами облигаций, гарантий и рефинансирования со стороны Центрального банка Российской Федерации. Во-первых, это позволит избежать дублирования ликвидности по одним и тем же каналам обращения; во-вторых, позволит переложить риски и тем самым вовлечь инвесторов в различные воспроизводственные контуры; в-третьих, ограничит централизацию банковского капитала и повысит возможности большего числа банков участвовать во внебюджетной эмиссии кредитных денег, необходимых для развития отраслей экономики. При этом должны обеспечиваться антимонопольное законодательство и жесткий контроль процедур банкротства со стороны Фонда консолидации банковского сектора.

Возврат к бюджетным и монетарным правилам теоретически возможен, но для этого периметр регулирования должен быть существенно расширен. Так, в работе М. А. Абрамовой, С. Е. Дубовой и З. Баярсайхан приводится оценка влияния ценовой и финансовой стабильности на различные параметры национальной экономики [1. – С. 80]. На основе авторского математического аппарата сделаны следующие выводы: ценовая стабильность влияет на темпы роста в краткосрочном периоде и благосостояние населения; финансовая стабильность влияет на темпы роста в долгосрочном периоде и показатели активности в банковском секторе; сбалансированность бюджета в большей степени влияет на монетарные показатели. Это свидетельствует о необходимости установления чет-

ких макропруденциальных правил в дополнение к обеспечению независимости внутренних рынков от изменения мировых цен. При этом пруденциальные правила на данном этапе должны предполагать четкий контроль теневой деятельности банков, в частности, программы лояльности и иные способы повышения уровня оборота внутри банка, а также повышение роли Банка России в формировании конкурентной банковской среды за счет активного участия в банковских капиталах. Это в свою очередь может стать источником финансовой устойчивости и независимости становления финансовых рынков в стране с высоким уровнем ликвидности за счет вовлечения в его работу множества участников, в том числе мелких.

Вместе с тем, несмотря на допущение возможных перспектив использования монетарных и бюджетных правил в будущем, даже при обретении национальным рынком необходимых масштабов не представляется целесообразной избыточная технократичность в установлении правил. Так, к примеру, модель Манделла – Флеминга, заключающаяся в дополнении известной модели IS-LM данными платежного баланса для установления процентных ставок, оптимизирующих межвременное потребление, будучи одним из базисных инструментов искушенной неоклассики, тем не менее слишком упрощает процесс согласования параметров бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики [9. – С. 6-10], не учитывая как цели долгосрочного развития, так и возможные внешние и внутренние шоки со стороны спроса и предложения факторов производства.

Моделям динамического стохастического равновесия свойственны избыточная технократичность и нереалистичность исходных условий, в частности, условия нейтральности денег. Существует ряд исследований, опровергающих нейтральность денег в долгосрочной перспективе. Например, в работе А. А. Рубинштейна на основе применения широкого математического аппарата проиллюстрирована не-

нейтральность денег в контексте монетарного регулирования с учетом особенностей бюджетной политики; сделан вывод о том, что институциональная структура российской экономики требует более широкого участия частных инвесторов в процессе обеспечения воспроизводственной динамики, нежели использования для этой цели бюджетных средств, вложение которых зачастую приводит к росту инфляции, несмотря на монетарные импульсы и политику таргетирования инфляции [10. – С. 13–20]. Данный вывод в целом подтверждает изложенную выше точку зрения о том, что направления движения ликвидности, определяемые сегодняшним соотношением параметров денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, приводят к неработоспособности трансмиссионного механизма, не повышая уровень многоукладности экономики и не восполняя выбывших в результате деиндустриализации элементов воспроизводственного механизма.

Что касается необходимости создания институциональных условий для обеспечения результативности бюджетного стимулирования экономики, то интересный подход к этому вопросу содержится в статье И. И. Волкова: для обеспечения эффективной независимости Банка России необходим четкий целевой характер бюджетных инвестиций [5. – С. 62]. При этом целевой характер должен описываться конкретными объемными и качественными параметрами, например, объемом выпуска, уровнем производительности, динамикой цен производства и участием в цепочке создания стоимости, производимой внутри страны. Это не противоречит идеям международного разделения труда и сравнительных преимуществ. Речь идет о сокращении уровня зависимости от поставщиков оборудования и комплектующих с использованием ценового давления на российскую экономику в своих интересах.

В заключение целесообразно привести еще два подхода к оценке влияния параметров денежно-кредитной и бюджетно-

налоговой политики на динамику показателей развития.

В статье О. С. Сухарева и А. Н. Афанасьевой рассматривается неодинаковое влияние параметров политик на отрасли экономики, сгруппированные по признаку принадлежности к тому или иному технологическому укладу. Авторами обоснован следующий вывод: «развитие обработки и технологических укладов высокого уровня в большей степени зависело от монетарных, нежели бюджетных инструментов, причем вывод ресурсов в фонд национального благосостояния тормозил их развитие. Основное влияние оказывали денежная масса $M2$, ключевая ставка, величина внешнего долга и внутреннего долга, размер фонда национального благосостояния, причем разнонаправленное по отдельным инструментам. Меры фискальной политики – доходы, расходы, дефицит/профицит бюджета – не оказывали равнозначного влияния на развитие рассмотренных секторов экономики» [13. – С. 13].

В статье О. С. Виноградовой и Ф. С. Картаева представлен совершенно иной подход: проведена оценка влияния различных индикаторов, как инструментальных, так и целевых, исследуемой финансовой политики на цикличность экономического развития. Авторы сделали вывод, что индикаторы могут быть разделены на группы в соответствии с их отношением к деловому циклу, а именно контрциклические, проциклические и ациклические [4. – С. 71–85]. Для целей настоящего исследования важный методологический вывод, полученный авторами цитируемой статьи, состоит в следующем: а) деньги не нейтральны, поскольку денежная масса является контрциклическим показателем; б) индекс промышленного производства, в отличие от инвестиций в основной капитал, является также контрциклическим показателем. Это означает, что инвестиции в основной капитал не приводят к росту промышленного производства. Причем данный вывод усугуб-

ляется тем обстоятельством, что контрциклической, по расчетам авторов цитируемой работы, является и динамика вывода капитала за рубеж.

Исходя из проведенного исследования следует вывод о неработоспособности каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики применительно к массовому промышленному сектору для стимулирования экономического роста. Кроме того, невозможность повлиять на цены по всему воспроизводственному контуру приводит к невозможности достижения эффективности расходования

бюджетных средств, направляемых посредством институтов развития на обеспечение экономического роста и независимости. Фрагментарный характер мер, нередкие противодействующие эффекты между направлениями денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, реакционный характер регулирования и приоритет управления ликвидностью над обеспечением емкости рынка – вот ключевые противоречия, без разрешения которых невозможна эффективная интеграция элементов финансовой политики государства.

Список литературы

1. *Абрамова М. А., Дубова С. Е., Баярсайхан З.* Формально-функциональный анализ роли денег в воспроизводственном процессе: новые аспекты современной теории денег // *Финансы: теория и практика.* – 2021. – Т. 25. – № 3. – С. 66–89.
2. *Аганбегян А. Г.* Финансы, бюджет и банки в новой России. – М. : Издательский дом «ДЕЛО» РАНХиГС, 2019.
3. *Бурлачков В. К.* Координация бюджетной и денежно-кредитной политики: опыт ведущих стран и его использование в России // *Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова.* – 2012. – № 10. – С. 20–26.
4. *Виноградова О. С., Картаев Ф. С.* Выявление процикличности методом спектрального анализа // *Вестник Института экономики Российской академии наук.* – 2023. – № 4. – С. 65–88.
5. *Волков И. И.* Взаимодействие денежно-кредитной и бюджетной политики: теоретические и практические аспекты // *Финансы и кредит.* – 2013. – № 27 (555). – С. 59–63.
6. *Глазьев С. Ю.* Проблемы и перспективы российского финансового рынка в условиях структурных изменений мировой экономики // *Финансы: теория и практика.* – 2020. – Т. 24. – № 3. – С. 6–29.
7. *Головнин М. Ю.* Денежно-кредитная политика Банка России: реакция на новые внешние вызовы // *Вестник Института экономики Российской академии наук.* – 2023. – № 1. – С. 7–20.
8. *Далио Р.* Большие долговые кризисы. Принципы преодоления / пер. с англ. В. Френч. – 2-е изд. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2022.
9. *Зайцев Ю. К.* Меры денежно-кредитной и фискальной политики в период экономического кризиса COVID-19 в России // *Финансы: теория и практика.* – 2020. – Т. 24. – № 6. – С. 6–18.
10. *Рубинштейн А. А.* Нейтральность денег в контексте синтеза институциональной теории и теории воспроизводства // *Вестник Института экономики Российской академии наук.* – 2022. – № 5. – С. 7–22.
11. *Слепов В. А., Чалова А. Ю.* Единые финансовые правила бюджетной и денежно-кредитной политики как инструмент их интеграции // *Финансы и кредит.* – 2017. – Т. 23. – Вып. 39. – С. 2318–2328.
12. *Сухарев А. Н.* Денежно-кредитная политика Банка России в условиях внешнеэкономических шоков // *Финансы и кредит.* – 2015. – Вып. 48. – С. 2–10.

13. Сухарев О. С., Афанасьева О. Н. Распределение влияния инструментов монетарной и фискальной политики по технологическим укладам и секторам экономики // *Финансы: теория и практика*. – 2023. – Т. 27. – № 3. – С. 6–16.

References

1. Abramova M. A., Dubova S. E., Bayarsaykhan Z. Formalno-funktsionalnyy analiz roli deneg v vosproizvodstvennom protsesse: novye aspekty sovremennoy teorii deneg [Formal and Functional Analysis of the Role of Money in the Reproduction Process: New Aspects of the Modern Theory of Money]. *Finansy: teoriya i praktika* [Finance: Theory and Practice], 2021, Vol. 25, No. 3, pp. 66–89. (In Russ.).

2. Aganbegyan A. G. *Finansy, byudzhet i banki v novoy Rossii* [Finance, Budget and Banks in the New Russia]. Moscow, Izdatelskiy dom «DELO» RANKHiGS, 2019. (In Russ.).

3. Burlachkov V. K. Koordinatsiya byudzhetoynoy i denezhno-kreditnoy politiki: opyt vedushchikh stran i ego ispolzovanie v Rossii [Coordination of Budget and Monetary Policies: the Experience of Leading Countries and its Use in Russia]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2012, No. 10, pp. 20–26. (In Russ.).

4. Vinogradova O. S., Kartayev F. S. Vyyavlenie protsiklichnosti metodom spektralnogo analiza [Identification of Procyclicality Using Spectral Analysis]. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiyskoy akademii nauk* [Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences], 2023, No. 4, pp. 65–88. (In Russ.).

5. Volkov I. I. Vzaimodeystvie denezhno-kreditnoy i byudzhetoynoy politiki: teoreticheskie i prakticheskie aspekty [Interaction of Monetary and Budget Policies: Theoretical and Practical Aspects]. *Finansy i kredit* [Finance and Credit], 2013, No. 27 (555), pp. 59–63. (In Russ.).

6. Glazev S. Yu. Problemy i perspektivy rossiyskogo finansovogo rynka v usloviyakh strukturnykh izmeneniy mirovoy ekonomiki [Problems and Prospects of the Russian Financial Market in the Context of Structural Changes in the World Economy]. *Finansy: teoriya i praktika* [Finance: Theory and Practice], 2020, Vol. 24, No. 3, pp. 6–29. (In Russ.).

7. Golovnin M. Yu. Denezhno-kreditnaya politika Banka Rossii: reaktsiya na novye vneshnie vyzovy [Monetary Policy of the Bank of Russia: Response to New External Challenges]. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiyskoy akademii nauk* [Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences], 2023, No. 1, pp. 7–20. (In Russ.).

8. Dalio R. *Bolshie dolgovyie krizisy. Printsipy preodoleniya* [Major Debt Crises. Principles for Overcoming], translated from English V. French, 2nd ed. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber, 2022. (In Russ.).

9. Zaytsev Yu. K. Mery denezhno-kreditnoy i fiskalnoy politiki v period ekonomicheskogo krizisa COVID-19 v Rossii [Monetary and Fiscal Policy Measures during the COVID-19 Economic Crisis in Russia]. *Finansy: teoriya i praktika* [Finance: Theory and Practice], 2020, Vol. 24, No. 6, pp. 6–18. (In Russ.).

10. Rubinshteyn A. A. Neneutralnost deneg v kontekste sinteza institutsionalnoy teorii i teorii vosproizvodstva [Non-Neutrality of Money in the Context of the Synthesis of Institutional Theory and Reproduction Theory]. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiyskoy akademii nauk* [Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences], 2022, No. 5, pp. 7–22. (In Russ.).

11. Slepov V. A., Chalova A. Yu. Edinye finansovye pravila byudzhetoynoy i denezhno-kreditnoy politiki kak instrument ikh integratsii [Unified Financial Rules of Budgetary and

Monetary Policy as an Instrument of Their Integration]. *Finansy i kredit* [Finance and Credit], 2017, Vol. 23, Issue 39, pp. 2318–2328. (In Russ.).

12. Sukharev A. N. Denezhno-kreditnaya politika Banka Rossii v usloviyakh vneshneekonomicheskikh shokov [Monetary Policy of the Bank of Russia in the Context of External Economic Shocks]. *Finansy i kredit* [Finance and Credit], 2015, Issue 48, pp. 2–10. (In Russ.).

13. Sukharev O. S., Afanaseva O. N. Raspredelenie vliyaniya instrumentov monetarnoy i fiskalnoy politiki po tekhnologicheskim ukladam i sektoram ekonomiki [Distribution of the Influence of Monetary and Fiscal Policy Instruments by Technological Structures and Sectors of the Economy]. *Finansy: teoriya i praktika* [Finance: Theory and Practice], 2023, Vol. 27, No. 3, pp. 6–16. (In Russ.).

Сведения об авторе

Дарья Александровна Динец

доктор экономических наук, доцент,
заведующая кафедрой финансов и кредита
РУДН; ведущий научный сотрудник
Института исследований социально-
экономических трансформаций
и финансовой политики
Финансового университета.
Адрес: ФГАОУ ВО «Российский университет
дружбы народов имени Патриса Лумумбы»,
117198, Москва, ул. Миклухо-Маклая, д. 6;
ФГБОУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»,
125167, Москва,
Ленинградский проспект, д. 49/2.
E-mail: dardinets@gmail.com
ORCID: 0000-0001-8734-8998

Information about the author

Daria A. Dinets

Doctor of Economics, Assistant Professor,
Head of the Department for Finance and Credit
of the PFUR; Senior Researcher at the Institute
for Research on Socio-Economic
Transformations and Financial Policy
of the Financial University.
Address: Peoples' Friendship University
of Russia named after Patrice Lumumba,
6 Miklukho-Maklaya Str., Moscow,
117198, Russian Federation;
Financial University under the Government
of the Russian Federation,
49/2 Leningradskiy Avenue, Moscow, 125167,
Russian Federation.
E-mail: dardinets@gmail.com
ORCID: 0000-0001-8734-8998