

ВОПРОСЫ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ

© 2025

УДК: 336.025

Дарья Динец

доктор экономических наук, доцент,
заведующий кафедрой «Финансы и кредит» ФГАОУ ВО «Российский университет дружбы народов им. Патриса Лумумбы»,
ведущий научный сотрудник Института исследований социально-экономических трансформаций и финансовой политики ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве РФ»
(г. Москва, Российская Федерация)
(e-mail: dardinets@gmail.com)

ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ И БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ

Статья направлена на теоретическое переосмысление концептуальных основ взаимодействия денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик с целью выявления наиболее острых проблем взаимодействия, способных оказывать негативное влияние на экономический рост. В результате проведенного исследования автором предложены и обоснованы условия, которые могут обеспечить взаимное усиление инструментов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, бюджетно-налоговая политика.

DOI: 10.31857/S0207367625010025

Введение. Актуальность темы исследования определяется возрастающими противоречиями при использовании инструментария денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик.

Попытка осмыслиения противоречий и поисков их разрешения в данной статье предполагает рассмотрение следующих вопросов:

1. Определение возможных соотношений в распределении полномочий между регуляторами.
2. Обзор инструментария применяемых политик и целей их реализации.
3. Выявление противоречий между действующими практиками применения инструментария денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик в РФ сквозь призму конкурентной борьбы на рынке и источников формирования оборотного капитала компаний с разной конкурентной позицией на рынке.
4. Анализ действующего трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.
5. Анализ ликвидности расходов бюджета в свете влияния денежно-кредитной политики на мультипликацию бюджетных трат.
6. Выявление источников несогласованности политик в реализации задачи обеспечения экономического роста РФ.

Принципы взаимодействия политик. Традиционно взаимодействие между денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политиками обобщают в виде трех возможных комбинаций:

- независимая денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политики – ситуация, когда ведомства, реализующие соответствующие политики, свободны в выборе целей и инструментов их достижения;
- согласованные денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политики – если выбор целей согласуется между ведомствами, а достижение их осуществляется инструментами, выбор которых остается за каждым регулятором;
- единая денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика, иначе называемая политикой финансового форсажа [1], – ситуация полной скоррдинированности действий регуляторов для достижения установленных целей финансовой политики государства.

При реализации второго и третьего вариантов взаимодействия денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик необходимо установление иерархии между Министерством финансов и Центральным банком для определения приоритетов в постановке целей и обосновании инструментов реализации финансовой политики. В качестве целей могут быть установлены различные количественные и качественные параметры, которые во многом объясняют уровни иерархии в реализации политики. Часто цели формулируются как бюджетные или денежно-кредитные правила (или «таргеты»).

Цели также устанавливаются ключевыми объектами воздействия инструментария денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик, или, иными словами, звеньями экономического механизма, через которые импульс финансовой политики передается финансовому и реальному секторам (применительно к денежно-кредитной политике это называется трансмиссионным механизмом и будет рассмотрено далее).

В качестве ключевых параметров проведения бюджетной и денежно-кредитной политик принято выделять экономический рост и полную занятость, достижение таргета по инфляции, стабильность обменного курса национальной валюты и противодействие спекулятивным атакам на валюту, безопасность и стабильность платежно-расчетной инфраструктуры, противоциклическое регулирование, формирование международных резервов и стабилизационных фондов, финансовую устойчивость банковского сектора, эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (с точки зрения соотношения затрат на его реализацию и отклика реальных макроэкономических переменных), стабильный уровень государственного долга и снижение затрат на его обслуживание, эффективность денежных потоков средств бюджета (с позиции соотношения уровня расходов и дисконтированного притока будущих налоговых поступлений).

Основные цели финансовой политики и объекты воздействия представлены в табл. 1.

Инструментарий денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик. Инструменты денежно-кредитной политики включают в себя процентные ставки, резервные требования, операции по предоставлению и стерилизации ликвидности, пруденциальное регулирование, операции на открытом рынке, управление денежными агрегатами [3]. Бюджетная политика включает инструменты управления доходами, расходами бюджета, межбюджетными трансфертами, государственным

Таблица 1

Цели денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик и ключевые объекты воздействия

Цель финансовой политики	Основные объекты воздействия	Иерархический признак
Снижение инфляции	Процентная ставка, денежная масса, валютный курс, косвенно – уровень безработицы	Приоритет в выборе целей и инструментов политики Центрального банка
Снижение уровня безработицы	Спрос и предложение на различных рынках	Приоритет Министерства финансов
Сокращение разрыва выпуска	Инвестиции, сбережения, потребление	Чаще – приоритет Центрального банка, однако зависит от доли бюджетных расходов в ВВП
Контрциклическое регулирование	Процентная ставка, деловая активность, регулирование финансовых рынков	Приоритет Центрального банка
Поддержка экономического роста	Инвестиции, процентная ставка как индикатор стоимости привлечения ресурсов, банки, финансовые рынки	Приоритет Центрального банка
Краткосрочные цели (решение возникающих проблем, например выход из финансового кризиса, укрепление курса валюты, решение санкционных проблем и т.д.)	Антикризисные меры, соответствующие типам решаемых задач	Чаще – приоритет Министерства финансов как более действенного игрока при применении точечных краткосрочных мер воздействия

Источник: составлено автором на основе [2, 3].

долгом и резервными фондами [3]. Взаимодействие двух политик должно быть направлено на денежно-кредитное обеспечение эффективности применяемых бюджетных мер, поскольку последние в большей степени являются прямыми и способны точечно воздействовать на различные секторы экономики, обеспечивая их долгосрочную эффективность и распространение на всю экономическую систему государства [2].

Обзор, представленный в табл. 1, не претендует на полноту охвата возможных целей, актуализирует проблематику исследования особенностей взаимодействия политик, а именно при выборе и обосновании главенствующего игрока в принятии финансовых решений в государстве, следует очертить горизонт влияния финансовой политики и обосновать ключевые потребности в долгосрочном и краткосрочном интервалах планирования. В частности, может возникнуть противоречие между потребностями долгосрочного финансового обеспечения

воспроизводственного механизма и потребностями обеспечения краткосрочной ликвидности для решения сиюминутных задач [2].

Следует отметить, что особенности взаимодействия бюджетной и монетарной политик достаточно широко исследованы в российской экономической литературе. В частности, в монографии под общей редакцией В.А. Слепова представлен обзор теоретико-методологических подходов к исследованию такого взаимного влияния. Для описания моделей взаимодействия коллектив авторов использует несколько методологических подходов. В частности, дается ссылка на модель IS-LM и дополнение ее параметрами платежного баланса. Получаемая в итоге модель IS-LM-BP представляет собой неоклассический поиск равновесия между параметрами политик на основе способности процентной ставки к установлению автоматического равновесия [2].

Дополнение классической модели поиска равновесной процентной ставки параметрами платежного баланса мыслится авторами модели как необходимое, поскольку во многом положение страны в мировой торговле и производная от этого положения – курс национальной валюты – определяют возможности применения инструментария денежно-кредитной политики для установления равновесия на рынках. При этом авторами выделяются факторы, оказывающие влияние на возможность установления равновесной ставки: размер экономики, тип валютного курса, мобильность капитала [2].

Авторами монографии также обобщен широкий перечень параметров DSGE-моделей (модели динамического статистического общего равновесия), направленных на оптимизацию полезности потребления в рамках согласованной денежно-кредитной и фискальной политик. В качестве факторов, оказывающих влияние на возможность роста полезности потребления при использовании встроенных стабилизаторов бюджетной и денежно-кредитной политик авторами предложены следующие:

- циклические колебания деловой активности;
- немонетарная, в том числе фискальная, инфляция;
- иерархия между решениями ЦБ и Министерства финансов;
- цена обслуживания и уровень государственного долга;
- превалирующие типы кризисов в экономике;
- уровень монополий и степень концентрации рынка [2].

Не умаляя качества упомянутого исследования и последовательности содержащихся в нем выводов, считаем нужным отметить, что примат использования моделей с автоматической настройкой параметров и зависимостями «если – то», к сожалению, не применим к современной финансовой системе, как в глобальном смысле, так и на уровне отдельно взятой страны. Дело не в плохой проработке математического аппарата моделей, а в фактически неуправляемом наборе факторов, которые невозможно прописать в качестве допущений модели. Кроме того, функции различных номинальных переменных часто имеют различный характер на различных интервалах или применительно к различным участникам рынка.

Кроме того, сама концепция оптимизации полезности потребления предполагает эластичную структуру расходов по уровню процентных ставок, что при

практической попытке реализации данного типа политики может привести к росту конкуренции за ликвидность между секторами, а не внутри секторов экономики.

В монографии под общей редакцией М.А. Абрамовой также предпринята попытка систематизации широкого перечня инструментов как денежно-кредитной, так и бюджетно-налоговой политик государства на основе углубления проблематизации обеспечения социально-экономической стабильности государства. Авторами на основе систематизации широкого перечня практик финансового регулирования также делается вывод о сложности координации целей политик и выработки работоспособного механизма усиления их взаимного влияния, особенно в условиях высокой инфляции и безработицы [3].

Анализ моделей, представленных в упомянутых источниках, приводит к необходимости дополнительного учета параметров производительности труда и капитала для возможности согласования мер денежно-кредитной и бюджетной политик регулирования российской экономики.

В этом контексте необходимо установить отношение регуляторов к постулату нейтральности денег или особенностям влияния на номинальные и реальные показатели [4]. Принято считать, что Центральный банк, воздействуя на процентную ставку, применяя режимы инфляционного таргетирования, оказывает влияние на реальные переменные, а Министерство финансов в краткосрочном периоде устанавливает траектории изменения номинальных показателей [2].

Опыт применения постулата нейтральности денег при обосновании денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик в России и других странах четко доказал его полный методологический провал. Так, политики количественного смягчения не оказали существенного влияния на рост инфляции в так называемых развитых странах, как не оказывает обратного эффекта и количественное ужесточение, проводимое в настоящее время. Также следует отметить, что низкий уровень монетизации российской экономики и жесткая денежно-кредитная политика не оказывают существенного понижательного эффекта на инфляцию и инфляционные ожидания, что убедительно доказывает тот неочевидный факт, что инструментальная независимость и приоритет Центрального банка в реализации курса финансовой политики государства несостоятельны и вредны с точки зрения влияния на решение задачи обеспечения долгосрочного экономического роста [5].

Конкуренция за оборотный капитал и результативность применения денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик. Выступления председателя Центрального банка все чаще навевают тоску на большинство категорий лиц, принимающих финансовые решения – от повседневных до стратегических инвестиционных. Действительно, фраза главы ЦБ в отчете перед Государственной думой про разрушительное давление спроса на рост¹ вызывает резонные опасения о влиянии монетарного регулирования на макроэкономические переменные.

Во-первых, падает активность частных инвесторов на фондовом рынке, где начались активные продажи акций российских компаний, во-вторых,

¹ URL: <https://duma.gov.ru/news/56936/>

не ослабевает давление продаж бизнесов зарубежных компаний, покидающих санкционную юрисдикцию². В-третьих, наметился явный тренд на скупку золота резидентами страны и последующий частный вывоз его за рубеж, что, не исключено, является элементом обеспечения криптовалютных схем обналичивания за рубежом в «токсичных» валютах. В-четвертых, растут объемы выдачи банками кредитных карт на фоне роста бюджетов банков на программы лояльности³ (по которым, кстати, вырисовывается несколько иная инфляционная картина, чем публикуемые Росстатом 7,7% инфляции в марте 2024 г.). При этом кредиты наличными и специализированные кредитные продукты растут крайне вяло. В-пятых, ожидаемый рост налогов, анонсированный президентом, повышает опасения населения и бизнеса в части роста реальных доходов на фоне наблюдаемого роста цен, превышающего официальную инфляцию. В частности, известно, что в росте цен на бензин порядка 75–80% составляют налоги⁴. В-шестых, рост спроса на банковские депозиты и инструменты с фиксированной доходностью при фактическом снижении дохода бизнеса и банков от основной деятельности ставит резонный вопрос, откуда черпать финансовые ресурсы для выплаты процентов по таким инструментам. В-седьмых, до ожидаемого глобального снижения ставок центральных банков и соответствующего ослабления ключевых валют дело может и не дойти на фоне продолжающегося глобального бессистемного разрыва традиционных цепочек поставок. В-восьмых, анонсируемый рост страховки по долгосрочным депозитам, особенно безотзывным сертификатам, очевидно настроен на рост депозитной базы банков, которые вынуждены в таких условиях расширять экосистемные сервисы, выплачивая высокие проценты за счет роста оборота, а не за счет реальной финансовой возможности, что может свидетельствовать о перспективах дальнейшего укрупнения банковской системы для «ручного» предоставления субсидируемого финансирования конкретным заемщикам под конкретные проекты – схема, удивительно напоминающая залоговые аукционы на фоне снижения доходов зарождающегося среднего класса.

Таким образом, очевидное замалчивание реальной ситуации в экономической и финансовой системе, лозунги об успехах в сдерживании инфляции, росте деловой активности, но желательно без роста спроса, поиске устойчивого плато инфляции при росте предложения без предварительного роста расходов, в том числе инвестиционных – все эти противоречия говорят о том, что политика консенсуса между монетарным и бюджетным регулированиями пока не сформирована, постулат нейтральности денег методологически неприемлем, а выбор сплошь краткосрочных схем управления ликвидностью наносит реальный ущерб доступности финансовых ресурсов для экономического роста.

² URL: <https://www.forbes.ru/mneniya/488753-investicionnyj-paradoks-pocemu-rossijskie-predpriatia-gotovy-tratit-den-gi>

³ URL: <https://www.forbes.ru/finansy/510125-gonka-kesbekov-pocemu-banki-narastili-traty-na-programmy-loal-nosti>

⁴ URL: [https://arb.ru/arb/press-on-arb/garegin_tosunyan_na_84_y_otkrytoy_diskussii_u_kazhdo_svoja_lichnaya_inflyatsiya-10678892/#:~:text=84-я%20Открытая%20дискуссия%20президента,%20каждого%20своей%20инфляции...»](https://arb.ru/arb/press-on-arb/garegin_tosunyan_na_84_y_otkrytoy_diskussii_u_kazhdo_svoja_lichnaya_inflyatsiya-10678892/#:~:text=84-я%20Открытая%20дискуссия%20президента,%20каждого%20своей%20инфляции...)

Интересен также подход к оценке влияния финансовой политики на экономический рост с точки зрения возникающего в результате уровня неравенства [6]. Нескоординированная финансовая политика приводит к структурным деформациям, в результате которых монетарный импульс передается крайне неравномерно, подобно инфляционному налогу; возникающий лаг позволяет владельцам капитала получать доступ к финансовым ресурсам намного раньше, чем владельцам труда, а при концептуально различной оборачиваемости средств, подконтрольных владельцам капитала по сравнению с владельцами труда, это в конечном счете приводит к усугублению проблем неравенства в экономике [7].

Тот же вывод, но в иной методологии анализа, можно получить, рассматривая уровень монополизации экономики и неразвитость сети цепочек поставок с позиции их влияния на результативность применения денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик [8].

История экономических реформ в России характеризуется радикальностью применяемых мер с точки зрения скорости разрушения сложившихся цепочек поставок [9]. Переход от централизованного планирования к стихийному рынку был осуществлен искусственным нарушением логики снабжения и сбыта⁵. Иными словами, при деформации системы планирования возникли предприятия-монополисты, производящие уникальный продукт, потребителем которого становились другие предприятия-монополисты, однако имеющие доступ к «рыночной конкуренции». Поскольку фактически ни о какой конкуренции не могло идти речи при искусственном насаждении рынка без сформированных институтов его регулирования, подобные ситуации разрешались многократным ростом цен вместо реального повышения эффективности.

Эта ситуация, не будучи подконтрольной какому-либо институту управления эффективностью экономики, институционализировалась в форму олигополистического рынка с высокой концентрацией капитала, сквозь призму которого возможность проведения скоординированной или единой финансовой политики в стране видится нереальной задачей [10].

Развитие рыночной конкуренции является залогом эффективности применяемых встроенных стабилизаторов денежно-кредитной политики, однако фактически происходит обратное. Компания-олигополист имеет практически неограниченную власть над рынком и устанавливает порядок взаимоотношений как с поставщиками, так и с покупателями. В терминах текущего финансового управления это может означать, что внутри страны компания закупает оборотные активы с отсрочкой платежа, иногда – весьма существенной (например, РЖД традиционно рассчитываются с поставщиками в течение 90 дней).

При этом в отношениях с покупателями внутри страны такие компании устанавливают авансовый порядок взаиморасчетов. Поскольку производство непрерывно, это означает, что для финансирования следующего производственного цикла могут быть использованы средства, полученные в форме аванса от продажи продукции, произведенной в прошедшем производственном цикле, т. е. не возникает кассовых разрывов, а, напротив, текущий запас ликвидности

⁵ Глазьев для думающих людей. URL: <https://t.me/s/glazieview>

позволяет размещать временные кассовые излишки в альтернативных операциях, например с использованием финансовых инструментов, за счет чего фактически происходит вывод наличности из производства и усугубление проблем неравенства от принципиально разной оборачиваемости одних и тех же денежных средств у разных по уровню экономической власти агентов.

Однако если рассмотреть тот же самый финансовый цикл, но с позиции всех остальных компаний, которые вынуждены финансировать схему, то последовательность операций имеет обратный порядок. В этом состоит причина кассового разрыва у тех компаний, которые сегодня составляют «конкурентный рынок» и вынуждены взаимодействовать с монополистами и олигополистами, обеспечивая для них возможности наращивания непроизводительного изъятия ликвидности из оборота. В таких условиях меры денежно-кредитной политики государства, реализуемые с теоретически выверенным трансмиссионным механизмом, фактически оказывают обратное воздействие на реальный сектор.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Режим таргетирования инфляции через ключевую ставку и ожидания по ключевой ставке в теории должен оказывать влияние на реальные экономические показатели через каналы трансмиссионного механизма, но фактически мы имеем «перевернутое воздействие» передаваемых импульсов, а именно: краткосрочные ставки денежного рынка дают олигополистам прямые доходы от операций на денежном рынке, однако через систему межрыночного взаимодействия денежный рынок не дает соответствующего импульса фондовому рынку, что не приводит к распространению ликвидности между различными секторами (в данном анализе мы обходим стороной схемы незаконного вывода капитала из страны за счет экспортно-импортных операций, однако их вклад в разрушение цепочек трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики представляется весьма существенным).

С другой стороны, квазиконкурентные компании, вынужденные взаимодействовать с монополистами и олигополистами, ключевую ставку воспринимают через потребность в поддержании текущего кредитования, в результате чего жесткость денежно-кредитной политики транслируется в рост финансовых издержек и невозможность реального инвестирования в связи с постоянным дефицитом наличности. Это сокращает возможности наращивания оборота, достаточного для обеспечения показателей, необходимых для проведения публичного размещения акций, соответственно, переход от рынка денег к фондовому рынку по этому каналу также оказывается закрыт.

Что касается возможности влияния импульса денежно-кредитной политики на курс рубля, то в целом не скрывается, что слабый рубль на пользу экспортёрам, испытывающим сложности в связи с беспрецедентным влиянием санкций на международные цепочки поставок. Однако нужно помнить, что, будучи экспортёрами, с одной стороны, эти компании, с другой стороны, представляют собой все те же олигополии, которые имеют возможность постоянного кассового избытка за счет всех остальных. По этой причине выгодный для них курс национальной валюты усугубляет преимущества одних над другими и не позволяет возникнуть тем связям, которые имеют место в теории, однако фактически

трансмиссионный механизм не достигает целей по росту реальных доходов или сокращению разрыва выпуска.

Ликвидность бюджетных расходов как источник противоречий. Непроработанность бюджетно-налоговой политики как по доходам, так и по расходам и трансфертам, усугубляет диспропорции, возникающие в связи с неравным доступом к текущей ликвидности. Причина все в том же – бюджетно-налоговые стимулы не направлены на рост уровня конкуренции во всех секторах промышленности. Государственное стимулирование экономики идет не на пользу росту среднего класса и увеличению уровня передельности национальной экономики. Бюджетные стимулы так же, как и импульсы денежно-кредитного регулирования, имеют принципиально разную возможность мультипликации инвестиций при поступлении в экономику через олигополии и через квазиконкурентный сектор.

В этом контексте интересен подход, предложенный В.Ю. Диденко, и заключающийся в оценке уровня ликвидности бюджета [11]. Несколько модифицировав предложенный авторский подход, применительно к объекту исследования можно сформулировать следующее определение: ликвидность бюджета представляется косвенным показателем, характеризующим уровень влияния денежно-кредитной политики на возможность мультипликации расходов консолидированного бюджета.

В этом видится ключевая особенность взаимодействия денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик в современной России: для перехода краткосрочных параметров денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик в условия обеспечения долгосрочного устойчивого развития монетарное регулирование должно быть направлено на рост ликвидности бюджетных трат, в том числе инвестиционного характера. Фактически же возникает обратная ситуация: структура экономики сегодня такова, что жесткая денежно-кредитная политика приводит к сокращению ликвидности государственного бюджета, приводя к невозможности установления новых цепочек создания добавленной стоимости и наращивая уровень неравенства и монополизма в экономике.

К похожим выводам приходят российские ученые, исследующие взаимозависимость между различными показателями реализации финансовой политики. Например, О.С. Сухарев и О.Н. Афанасьева, исследуя распределение влияния инструментов монетарной и фискальной политик по технологическим укладам и секторам экономики в одноименной статье, приходят к выводу: «...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 оказывала денежная масса M_2 , 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» [12].

О несогласованности мер государственной политики и их финансовом обеспечении говорят и другие авторы. Так, С.А. Братченко выделяет несоответствие долгосрочных целей экономического развития краткосрочным программам,

направленным на достижение этих целей, а кроме того, неадекватность финансового обеспечения поставленным целям, избыточное финансирование или дублирование финансовых источников для задач, которые не соответствуют приоритетам развития экономики страны [13].

Все это приводит к мультипликации убыточных инвестиций; усугублению диспропорций, вызванных низкой ликвидностью бюджетных расходов.

Мультипликация убыточных инвестиций происходит по банковским каналам трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики за счет широко изученного в литературе механизма финансовых издержек. Убыточные инвестиции нуждаются в дополнительных источниках финансирования для поддержания текущего оборота. При недостаточном уровне развития рынка капитала – еще одного сдерживающего элемента эффективного сопряжения элементов финансовой политики – финансирование происходит через институт кредитования. Однако не стоит забывать о типах финансового цикла – за счет укороченного цикла получателей государственной инвестиционной поддержки бремя финансового долга ложится на квазиконкурентный сектор, вынужденный наращивать финансовый рычаг, и ограничивает возможности роста конкуренции в каждом конкретном сегменте. В итоге возникает конкуренция за финансовые ресурсы не внутри секторов экономики, а между секторами, что также приводит к росту монополизации, неэффективным цепочкам поставок и неработоспособности трансмиссионного механизма, усугубленного низкой ликвидностью бюджета.

В этих условиях попытки построения математических моделей, корректно описывающих влияние применения инструментов финансовой политики на реальные показатели, традиционно наталкиваются на неразрешимые противоречия. Когда каналы трансмиссионного механизма искусственно укорочены, они не дают возможности оказания влияния на те переменные, которым не свойственна автокорреляция.

Следует также указать на роль надзорных, а в некоторых случаях – безнадзорных, практик, обеспечивающих денежно-кредитное и бюджетно-налоговое регулирования. Во-первых, со ссылкой на обсуждения, проходящие в рамках деятельности Ассоциации российских банков⁶, можно заметить, что надзорные практики ЦБ РФ крайне неоднозначны по отношению к разным сегментам российской банковской системы. Проблема *too big to fail* имеет свою специфику в российском банковском секторе: когда в первой пятерке окологосударственных банков сосредоточены активы, превышающие государственный бюджет [1], их регулирование становится технически сложным и политически нецелесообразным. В свою очередь, сектор малых отраслевых и / или региональных банков испытывает на себе всю жесткость применения мер государственного финансового надзора. Также и банки, использующие нетрадиционные платежные системы/сервисы, могут быть подвергнуты обструкции для институционализации потоков капитала и наращивания банковского мультиплликатора близких к государству банков.

Эта система более или менее справлялась с возложенными на нее функциями до ужесточения финансовых санкций против России. Перекрытие доступа

⁶ URL: https://arb.ru/arb/press-on-arb/garegin_tosunyan_na_81_y_otkrytoy_diskussii_opredelyayushchim_faktorom_v_bankovs-10674638/

к практически бесплатным и ликвидным пассивам, формируемым за счет экспортной торговли ресурсами, позволяло коммерческим банкам не задумываться о структуре активов, и укрупнение и сегментация российского банковского сектора строилось на масштабной мультиликации: когда один доллар средств на счетах крупных компаний многократно мультилицировался на банковском балансе, создавая оборот и в принципе не сильно попадая в зависимость от окупаемости инвестиций. Сейчас, когда банковские резервы фактически в предельных значениях, банки вынуждены наращивать финансирование программ лояльности для обеспечения приемлемого уровня пассивов для покрытия убытков от кредитных и инвестиционных операций. Рефинансирование становится новой нормой, однако при этом ссылка на западные модели с постоянным рефинансированием долга не вполне адекватна для российской действительности. Дело в том, что уровню рефинансируемых обязательств должны соответствовать объемы денежного рынка, который в России сдерживается избыточной жесткостью монетарного регулирования. Сопоставимые с объемом рефинансирования операции на рынке денег гарантируют устойчивость обобщенных пассивов в системе, которые обеспечивают балансовое равенство, тогда как систематическое рефинансирование без поддержки рынка денег грозит системе неплатежеспособностью.

Для поддержки ликвидности бюджетных расходов необходимы меры сокращения концентрации ликвидности и капитала, которые сегодня тормозят возможности эффективной денежной трансмиссии [14].

Макроэкономическое управление производительностью предполагает применение мер «ручной настройки» и целенаправленного инвестирования в том числе бюджетных средств в проекты расширения технологичности и передельности российской экономики без соответствующего перераспределения средств в пользу монополистов и олигополистов. Это предполагает широкую программу финансового инвестирования, в том числе за счет управления ликвидностью фондового рынка (под ликвидностью фондового рынка в контексте данного исследования необходимо понимать сокращение уровня его концентрации для роста возможностей относительно небольших компаний безрискового участия в качестве и эмитента, и инвестора на фондовом рынке), причем на данном этапе экономического развития следует отказаться от приоритета инфраструктурного инвестирования и перейти непосредственно к усилению реализации проектов, окупаемых в данном масштабе цен.

Сами по себе инфраструктурные проекты можно интерпретировать как сдерживающие ликвидность бюджета. Дело в том, что развитию инфраструктуры должно предшествовать развитие промышленности как заказчика инфраструктурных проектов. В таком случае может быть достигнут и целевой характер потребности в инфраструктуре, и вовлеченность ее в производственные цепочки, и сокращение удельных затрат на финансирование инфраструктуры. В настоящее же время инфраструктурные проекты реализуются в большей степени для обеспечения социальной, нежели экономической эффективности, и это, несмотря на положительный социальный эффект, все же ограничивает возможности получения положительной отдачи от бюджетной и монетарной политик.

Финансирование инвестиций в сферу достижений цифровой экономики также должно быть локализовано и не формировать целевых индикаторов для всех остальных отраслей, нуждающихся в финансовых ресурсах для технического перевооружения. Измерение прогресса в экономике вычислительными мощностями, а не производительностью труда и капитала, делает невозможным применение моделей управления процентными ставками, денежной массой, параметрами валютных пропорций, сбалансированностью бюджета для достижений заданных темпов экономического роста, поскольку приводит к неравной конкуренции между ИТ-сектором и промышленностью в борьбе за текущую ликвидность.

Выводы. Выявленные методологические особенности взаимного влияния ДКП и бюджетной политики позволили сформулировать основные причины низкой эффективности такого взаимодействия:

1. Возможность автоматического реагирования экономики на действия ЦБ в рамках политики таргетирования инфляции ограничена моделью краткосрочных потоков ликвидности между олигополистическим и квазиконкурентным секторами экономики.
2. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики нейтрализуется конкуренцией за ликвидность между секторами экономики, а не внутри секторов.
3. Ликвидность бюджетных расходов сокращается за счет систематической мультипликации убыточных инвестиций, при этом государственная поддержка инфраструктуры и сектора информационных технологий усиливает низкую эффективность бюджетных расходов и возможностей их мультипликации за счет инструментов денежно-кредитной политики.
4. Инвестиционный мультипликатор и банковский мультипликатор вне-бюджетной безналичной эмиссии [8] дают разнонаправленный эффект с точки зрения достижения задач финансовой политики государства: мультипликатор инвестиций направлен на рост инвестиционных расходов в различных отраслях, тогда как банковский мультипликатор направлен на концентрацию ликвидности в отраслях с избыточной монопольной властью. К сожалению, современная российская экономика в большей степени испытывает влияние банковского мультипликатора.
5. Действие банковского мультипликатора в условиях санкционных ограничений также снижается, что увеличивает дефицит ликвидности в системе и не дает возможности расширения денежного рынка и эффективного перераспределения средств на рынок капитала, что также приводит к неработоспособности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Литература

1. Аганбегян А.Г. Финансы, бюджет и банки в новой России. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС. 2019. 400 с.
2. Концептуальные модели интеграции денежно-кредитной и бюджетной политики: монография / Кол. авторов под ред. В.А. Слепова. М.: Русайнс, 2024. 156 с.
3. Бюджетно-налоговые и денежно-кредитные инструменты достижения финансовой стабильности и обеспечения экономического роста: монография / Кол. авторов под ред. М.А. Абрамовой. М.: КНОРУС. 2023. 202 с.
4. Рубинштейн А.А. Не-нейтральность денег в контексте синтеза институциональной теории и теории воспроизводства // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2022. № 5. С. 7–22.

5. Губанов С.С. Системные предпосылки экономического подъема России // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. 2016. Т. 43. № 1. С. 34–38. DOI: 10.15838/esc/2016.1.43.2
6. Шваб Клаус. Капитализм всеобщего блага: новая модель мировой экономики. М.: Эксмо. 2022. 352 с.
7. Миланович Б. Капитализм и ничего больше: будущее системы, которая правит миром. М.: Издательство Института Гайдара. 2022. 400 с.
8. 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. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-3-6-29.
9. Сиуанов А.Г. К вопросу о координации целей и инструментов финансовой и денежно-кредитной политики // Мир новой экономики. 2024. Т. 18. № 1. С. 6–17. DOI: 10.26794/2220-6469-2024-18-1-6-17.
10. Аджемоглу Д., Робинсон Д.А. Почему одни страны богатые, а другие бедные. М.: АСТ. 2023. 672 с.
11. Диденко В.Ю. Влияние денежно-кредитной политики на состояние индикаторов финансового поведения населения // Банковское дело. 2023. № 12. С. 42–46.
12. 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. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-3-6-16.
13. Братченко С.А. Несогласованность целей в государственном управлении // Вестник Института экономики Российской академии наук. № 6. 2023. С. 78–108.
14. Бурлаков В.К. Координация бюджетной и денежно-кредитной политики: опыт ведущих стран и его использование в России // Вестник РЭУ. 2012. № 10. С. 20–26.

Daria Dinets (e-mail: dardinets@gmail.com)

Grand Ph.D. in Economics, Associate Professor,

Head of the Department of Finance and Credit, Peoples' Friendship University of Russia

named after Patrice Lumumba; Leading Researcher

Institute for Research on Socio-Economic Transformations and Financial Policy,

Financial University under the Government of the Russian Federation

(Moscow, Russian Federation)

ON THE SPECIFICITY OF INTERACTION BETWEEN MONETARY AND FISCAL POLICY IN RUSSIA

The article is aimed at theoretical rethinking of the conceptual foundations of interaction between monetary and fiscal policies in order to identify the most acute problems of interaction that can have a negative impact on economic growth. As a result of the study, the conditions that can ensure mutual strengthening of the instruments of monetary and fiscal policy are proposed and substantiated.

Keywords: monetary policy, fiscal policy.

DOI: 10.31857/S0207367625010025