

Е.Е. МЕЛЬКОВА

магистрант кафедры государственного регулирования экономики
Российской академии народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации

МЕХАНИЗМЫ ТОЧНОЙ НАСТРОЙКИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ КАК ИНСТРУМЕНТ СТИМУЛИРОВАНИЯ СТРУКТУРНЫХ СДВИГОВ В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ

Целью данной статьи является комплексный анализ текущего состояния, проблем и потенциала денежно-кредитной политики ЦБ РФ как финансового механизма стимулирования структурной модернизации российской экономики, начавшейся в 2022 г. Показано, что жесткая денежно-кредитная политика, реализуемая в 2022–2025 гг. с целью обеспечения ключевой макроэкономической предпосылки структурной трансформации – ценовой стабильности, затруднила для компаний доступ к национальным инвестиционным ресурсам. Обосновывается необходимость активизации селективной денежно-кредитной политики, основанной на механизмах ее точной настройки, которые позволяют стимулировать развитие приоритетных секторов и отраслей экономики и использование которых в настоящее время недостаточно интенсивно. Рассматриваются и оцениваются различные варианты формирования эффективного канала поддержки целевых видов экономической деятельности с помощью данных механизмов. Автор делает вывод о перспективности механизма рефинансирования государственных институтов развития по проектам таксономии и предлагает способы его совершенствования.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, механизмы точной настройки денежно-кредитной политики, специальные инструменты рефинансирования, инфляционное таргетирование, структурное развитие экономики, целевая проектная эмиссия, институты развития.

УДК: 336.711

EDN: SLNJOD

DOI: 10.52180/2073-6487_2026_2_45_65

Введение

Российская экономика исторически формировалась как специфическая рентно-сырьевая модель, базирующаяся на извлечении сверхприбыли преимущественно в нефтегазовом секторе, что привело к образованию в отечественной экономике признаков так называемой «голландской болезни». В 2022 г. наша страна столкнулась с кардинальным изменением внешних условий, связанным с ростом геополитической напряженности и масштабным санкционным давлением, что привело к исчерпанию потенциала данной модели для обеспечения экономического роста. Возникла жизненная необходимость модернизации и глубокой структурной перестройки российской экономики, основными направлениями которой являются: диверсификация отраслевой структуры за счет развития средне- и высокотехнологичных отраслей, импортозамещение, развитие несырьевого экспорта, ускорение научно-технического прогресса, рост малого и среднего предпринимательства в приоритетных отраслях и т.д. Цель данной трансформации, по словам министра экономического развития РФ М.Г. Решетникова, заключается в построении новой модели долгосрочного экономического роста, «основанной на внутреннем спросе, большем упоре на собственные инвестиции, национальных технологиях и собственном капитале»¹.

Денежно-кредитная политика (далее – ДКП) может выступать одним из важнейших косвенных инструментов поддержки структурной модернизации экономики. Однако эффективность ДКП в контексте этой цели является достаточно сложным и дискуссионным вопросом. В основе авторского исследования лежит следующая гипотеза: в период ускоренной структурной трансформации российской экономики, осуществляющейся в условиях значительного санкционного давления, высокой инвестиционной активности, бюджетной экспансии и незаякоренных инфляционных ожиданий, эффективность инфляционного таргетирования снижается вследствие нелинейности (асимметричности) трансмиссионного механизма ДКП, поэтому для достижения целевого уровня инфляции ЦБ РФ вынужден длительно придерживаться чрезмерно жесткой ДКП, что сдерживает развитие национальной экономики. В данных условиях селективная ДКП, осно-

¹ Максим Решетников: новая модель экономики РФ основана на внутреннем спросе, собственных инвестициях, технологиях и капитале. Министерство экономического развития Российской Федерации. https://www.economy.gov.ru/material/news/maksim_reshetnikov_novaya_model_ekonomiki_rf_osnovana_na_vnutrennem_sprose_sobstvennyh_investitsiyah_tehnologiyah_i_kapitale.html?ysclid=mnh7sdaor2698857342 (дата обращения: 02.04.2026).

ванная на механизмах ее точной настройки, становится более эффективным инструментом поддержки структурного развития экономики, чем стандартная (традиционная) ДКП, представляющая собой совокупность инструментов ЦБ, регулирующих общие для всех хозяйствующих субъектов параметры кредитного рынка и не предполагающих особых условий кредитования для отдельных секторов и отраслей экономики.

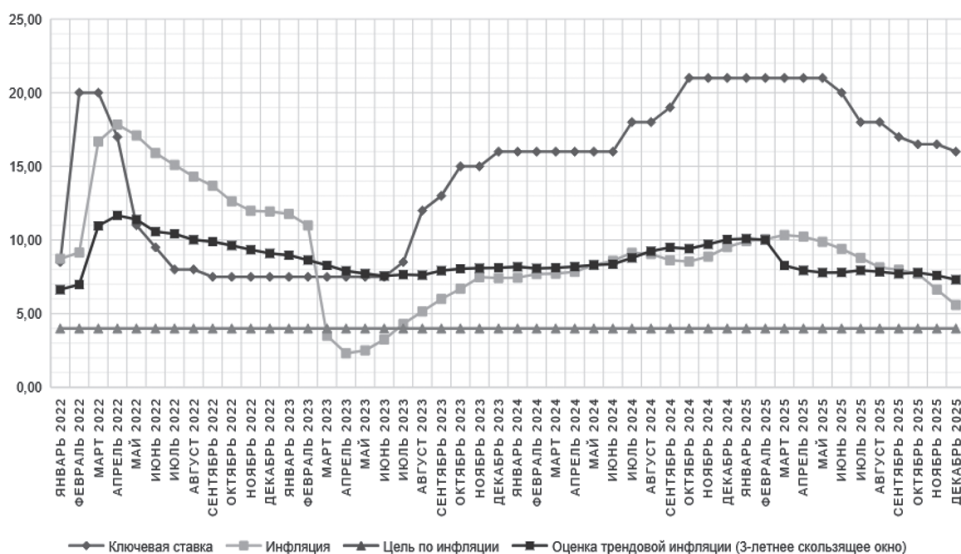
Инфляционное таргетирование ЦБ РФ: текущие вызовы для структурного развития экономики

Ключевой макроэкономической предпосылкой для реализации структурной трансформации национальной экономики, связанной со значительно возросшими потребностями во внутренних инвестициях, является устойчиво низкая инфляция. Обеспечивая ценовую стабильность в рамках режима инфляционного таргетирования, Банк России создает необходимые условия для благоприятного инвестиционного климата, в том числе для формирования в экономике «длинных денег».

В основе прогнозирования влияния ключевой ставки ЦБ на инфляцию традиционно лежит допущение о симметричности функционирования трансмиссионного механизма ДКП, под которой подразумевается равнозначность реакции роста цен на смягчение и ужесточение ДКП. Однако в мировой практике изменения ставки в противоположных направлениях воздействуют на инфляцию, реальный ВВП, валютный курс и другие переменные с неравнозначным эффектом. Так, асимметричные эффекты смягчения и ужесточения ДКП в странах с развитой экономикой описаны в зарубежных исследованиях следующим образом: смягчение политики оказывает на инфляцию более сильное влияние, чем ее ужесточение; при этом показатели деловой активности экономики (объем производства, инвестиции и безработица) сильнее реагируют на сдерживающую политику, чем на стимулирующую [12; 13; 15]. В странах с развивающейся экономикой асимметрия ДКП проявляется по-разному. Например, в Армении она характеризуется аналогичным образом [14], а в Турции эффекты мягкой ДКП в целом слабее, чем эффекты жесткой политики [16]. Вместе с тем в ряде исследований показано, что асимметрия ДКП (в первую очередь ее кредитного канала) зависит от экономического цикла и не наблюдается в определенных периодах времени и на длительных горизонтах [15, с. 6].

В России трансмиссионный механизм ДКП также обладает асимметричностью, характер которой в целом соответствует ее специфике в развитых странах. Так, ученые С.И. Колесник, Ф.С. Картаев, А.В. Зубарев пришли к выводу, что в период с 2014 по 2024 г. снижение ключевой

ставки в России ускорило инфляцию в 1,8 раза сильнее, чем ее замедляло сопоставимое по величине повышение ключевой ставки [4]. Это привело к сложностям в борьбе с инфляцией, так как для ее снижения ЦБ РФ был вынужден поднимать и длительно удерживать ключевую ставку на уровне, значительно превышающем годовой уровень инфляции. По рис. 1 видно, что с марта 2023 г. ключевая ставка превышает инфляцию в среднем более чем в два раза. С марта 2025 г. динамика устойчивого показателя инфляции (оценки трендовой инфляции, рассчитанной на трехлетнем временном интервале) демонстрирует проявление дезинфляционных процессов, однако его уровень остается существенно выше цели Банка России. Для возвращения инфляции к цели потребуются продолжение проведения жесткой ДКП.



Источник: данные Банка России. Инфляция и ключевая ставка Банка России. https://cbr.ru/hd_base/inf/; Аналитические показатели ценовой динамики. Оценки трендовой инфляции и модифицированных показателей базовой инфляции. <https://cbr.ru/statistics/ddkp/aipd/> (дата обращения: 17.01.2026).

Рис. 1. Динамика инфляции и ключевой ставки Банка России в 2022–2025 гг., %

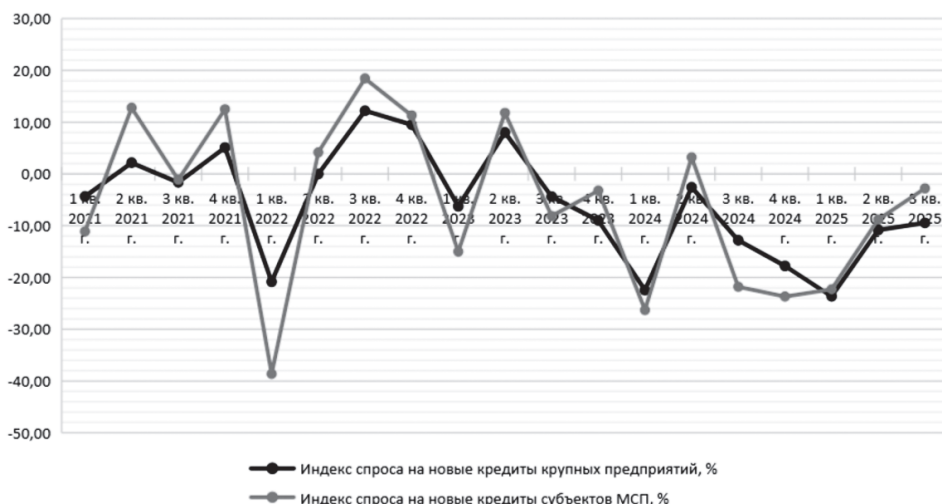
В такой ситуации потенциальное снижение ставки до уровня ниже нейтрального, равного по оценкам Банка России 7,5–8,5% в номинальном выражении [8, с. 162], с целью стимулирования роста и развития национального производства будет затруднено, поскольку это может привести к разгону инфляции, который в конечном итоге нивелирует достигнутый при реализации жесткой ДКП результат и тем самым усложнит долгосрочное инвестиционное планирование бизнеса.

Как отмечалось выше, для структурного развития экономики важна не только ценовая стабильность, но и колоссальные финансовые

ресурсы. В России одним из основных источников внешнего финансирования инвестиций в реальный сектор экономики являются банковские кредиты. В результате значительного повышения ключевой ставки в первом квартале 2022 г. и в 2023–2024 гг. спрос на новые кредиты как со стороны крупных предприятий, так и со стороны субъектов МСП в основном снижался, поскольку соответствующие индексы спроса в эти периоды находились преимущественно в области отрицательных значений (см. рис. 2). Отрицательные значения индекса спроса на новые кредиты означают, что большинство российских банков сообщили об уменьшении количества поданных заявок на получение займов в отчетном квартале по сравнению с предыдущим кварталом. Однако, несмотря на снижение спроса, совокупный объем кредитов, фактически выданных бизнесу, после падения в 2022 г. возобновил свой рост в 2023–2024 гг., превысив уровень 2021 г. (см. рис. 3).

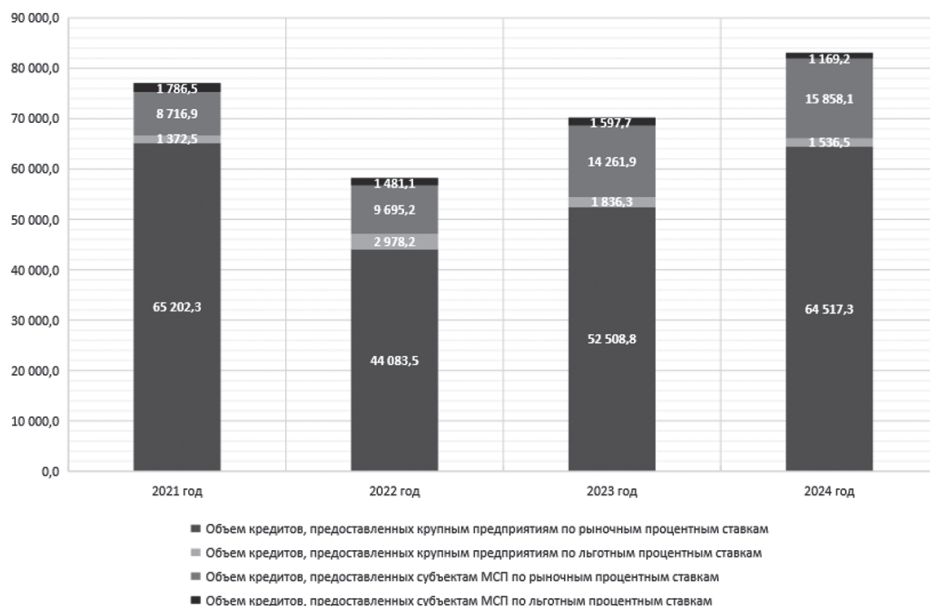
Данное несоответствие динамики объема кредитования динамике общего спроса на кредиты в 2023–2024 годах во многом объясняется тем, что в период интенсивного импортозамещения и развития высокотехнологичных отраслей в стране осуществляются масштабные инвестиционные проекты и НИОКР, на финансирование которых привлекаются крупные долгосрочные займы и которые предполагают получение компаниями той или иной государственной поддержки, предоставляемой правительством преимущественно по «точечному» принципу (акцент на обширной поддержке отдельных крупных компаний/проектов). В частности речь идет о таких мерах, как государственные заказы на производство приоритетной продукции; госгарантии; выдача субсидий на возмещение части затрат на уплату процентов по кредитам; специальные инвестиционные контракты, включающее предоставление налоговых льгот, субсидий и упрощенного доступа к госзаказу, и т.д. Эти инструменты господдержки реализуются в рамках национальных проектов по обеспечению технологического лидерства РФ и формированию устойчивой и динамичной экономики, а также государственных программ, направленных на развитие отдельных отраслей обрабатывающего производства. Таким образом, перечисленные меры бюджетно-налоговой политики стимулируют компании к привлечению кредитов на большие суммы даже по весьма высоким процентным ставкам, поскольку обеспечивают снижение инвестиционных рисков и финансовой нагрузки на заемщиков.

Однако *предприятия, которые не получают такую государственную поддержку, при кредитовании подвергаются большому «стресс-тесту», так как высокая стоимость кредита оказывается для многих производств намного выше уровня рентабельности.* Возможности данных предприятий использовать кредиты оказываются сильно ограниченными, что сказывается не только на инвестициях, но и на финансировании обо-



Источник: данные Банка России. Условия банковского кредитования. Индексы изменения условий банковского кредитования (УБК) и спроса на кредиты по итогам ежеквартального обследования крупных российских банков. https://cbr.ru/statistics/dkp/bank_lending_terms/ (дата обращения: 17.01.2026).

Рис. 2. Индекс спроса на новые кредиты в период с 1 кв. 2021 г. по 3 кв. 2025 г.



Источник: данные Банка России. Сведения о размещенных и привлеченных средствах. Сведения об объеме и задолженности по кредитам, предоставленным юридическим лицам-резидентам и индивидуальным предпринимателям, в том числе субъектам малого и среднего предпринимательства, в рублях по льготной процентной ставке. https://cbr.ru/statistics/bank_sector/sors/ (дата обращения: 17.01.2026).

Рис. 3. Объем кредитов, предоставленных крупным предприятиям и субъектам МСП в 2021–2024 гг., млрд руб.

ротного капитала [10, с. 128]. В результате на кредитном рынке России сложилась ситуация, при которой ряд производств оказываются малочувствительными к процентным ставкам, тогда как большинство компаний находятся под давлением жесткой ДКП.

Не менее значимым инструментом господдержки являются льготные кредиты, основанные на механизме субсидирования процентных ставок. На основании рис. 3 можно определить, что доля льготных кредитов субъектов МСП в общем объеме выданных им кредитов снизилась с 17,01% в 2021 г. до 6,87% в 2024 г., тогда как доля кредитов по рыночным ставкам, соответственно, увеличилась с 82,99 до 93,13%. В результате из 10,6 трлн руб. всех льготных кредитов, выданных в 2022–2024 гг., на крупные компании пришлось 60%, а на МСП – 40%. Это говорит о том, что основная тяжесть кредитов по высоким рыночным ставкам легла на средние и малые компании, так как действия ЦБ по повышению стоимости денег в экономике, увеличивающие расходы бюджета на процентные выплаты по льготным кредитам, оказались достаточными для того, чтобы правительство ограничило поддержку МСП и сосредоточилось на поддержке масштабных проектов. При этом жесткая ДКП в целом способствовала ограничению возможностей льготного кредитования: доля выданных льготных кредитов в общем объеме новых корпоративных кредитов сократилась с максимума в 13,1% в мае 2022 г. до 2,7% к декабрю 2024 г. С одной стороны, это послужило антиинфляционным целям ЦБ, поскольку льготное кредитование бизнеса в 2022 г. обеспечило 12,3%² прироста денежной массы и тем самым стало весомым проинфляционным фактором, а с другой – это может затормозить развитие приоритетных секторов экономики, особенно технологического малого и среднего бизнеса.

Вместе с тем следует обратить внимание на влияние политики инфляционного таргетирования на сам процесс аккумуляции в экономике «длинных денег», которые существуют не только в форме долгосрочных кредитов, но и в форме долгосрочных финансовых активов, обращающихся на первичном фондовом рынке. Данный процесс тесно связан со структурой сбережений населения: чем больше в ней

² Рассчитано автором по данным Банка России путем определения доли абсолютного прироста задолженности по кредитам, выданным юридическим лицам и индивидуальным предпринимателям по льготным процентным ставкам, в абсолютном приросте денежной массы (денежного агрегата М2) за 2022 г. Сведения о размещенных и привлеченных средствах. Сведения об объеме и задолженности по кредитам, предоставленным юридическим лицам-резидентам и индивидуальным предпринимателям, в том числе субъектам малого и среднего предпринимательства, в рублях по льготной процентной ставке. https://cbr.ru/statistics/bank_sector/sors/; Денежные агрегаты. https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/dkfs/monetary_agg/ (дата обращения: 17.01.2026).

долгосрочной составляющей, тем больше потенциальный источник «длинных денег» для инвестиций. Так, в 2024 г. в рамках федерального проекта «Развитие финансового рынка» (входит в национальный проект «Эффективная и конкурентная экономика») была поставлена цель по увеличению доли долгосрочных сбережений граждан в общем объеме их сбережений не менее чем до 40% к 2030 г. и не менее чем до 45% к 2036 г. В октябре 2023 г., согласно данным Банка России, этот показатель находился на уровне 36%, а к апрелю 2025 г. он снизился до 35,3%. Доля долгосрочных вкладов населения в общем объеме банковских вкладов граждан также демонстрирует отрицательную динамику: сначала 2022 г. по август 2025 г. она снизилась более чем в 2 раза – с 33 до 15% [9, с. 27].

Одной из главных причин указанных тенденций являются высокие инфляционные ожидания населения, которые в 2022–2025 гг. колебались в диапазоне от 10,2 до 18,3%. Банку России по объективным причинам, связанным с особенностями поведения домохозяйств (россияне реагируют на инфляционные сигналы сильнее, чем на дезинфляционные), не удастся закоротить инфляционные ожидания вблизи целевого уровня инфляции. В результате жесткая ДКП привела к тому, что граждане увеличивали краткосрочную составляющую в структуре своих накоплений, предпочитая краткосрочные вклады с высокой процентной ставкой. Таким образом, повышение ключевой ставки в условиях незакоренных инфляционных ожиданий оказало сдерживающее воздействие на процесс трансформации сбережений населения в долгосрочный инвестиционный ресурс для развития национальной экономики. При этом необходимо учитывать, что, согласно современному консенсусу, ценовая стабильность не обеспечивает автоматически финансовую стабильность [7, с. 7]; исходя из этого, можно утверждать, что достижение цели инфляционного таргетирования при прочих равных условиях недостаточно для поддержания долгосрочных сбережений на уровне, достаточном для бесперебойного функционирования трансформационного инвестиционного процесса.

На основании вышеизложенного можно заключить, что режим инфляционного таргетирования, реализуемый Банком России в 2022–2025 гг. через поддержание жесткой ДКП, выступает скорее тормозом, чем катализатором структурного развития российской экономики. Значительное повышение ключевой ставки, обусловленное необходимостью борьбы с высокой инфляцией и незакоренными инфляционными ожиданиями, затруднило для компаний (особенно для малых и средних) доступ к национальным инвестиционным ресурсам, предоставляемым как на рыночных, так и на льготных условиях. Для смягчения влияния высоких ставок государство активно использует бюджетно-налоговые механизмы, поддерживающие спрос на кредиты, которые играют большую роль в финансировании стратегически

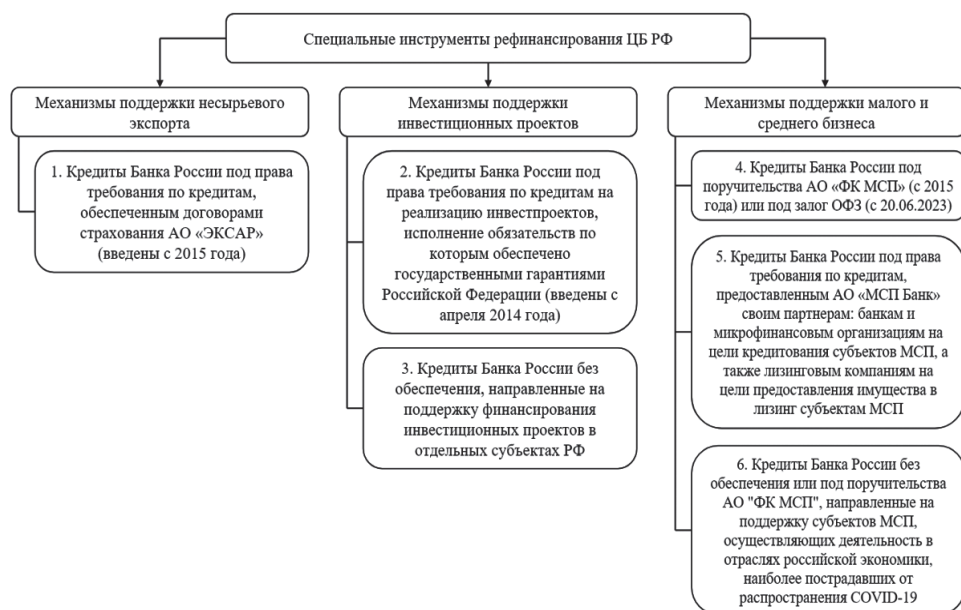
значимых проектов. При этом попытки стимулировать экономический рост и развитие посредством снижения ключевой ставки в текущих условиях приведут к существенному повышению инфляции и не обеспечат достижение поставленных целей, что обосновано асимметричностью функционирования трансмиссионного механизма ДКП, которая в свою очередь обусловлена незаякоренными инфляционными ожиданиями, опережением потенциального роста инвестиционного и потребительского спроса над возможностями расширения производства (из-за дефицита кадров в России и высокой (80%-ной) загрузки имеющихся производственных мощностей [8, с. 56–57]) и другими причинами. В связи с этим более перспективным способом поддержки структурной модернизации экономики со стороны ДКП является применение и развитие ее селективных инструментов, представляющих собой механизмы ее точной настройки, которые позволяют точно стимулировать приоритетные отрасли и сегменты экономики с относительно низким проинфляционным эффектом.

Использование Банком России специальных инструментов, направленных на стимулирование приоритетных секторов экономики

Основными инструментами селективной ДКП, предназначенными для поддержки определенных видов хозяйственной деятельности, являются специальные инструменты рефинансирования (СИР), которые представляют собой механизмы предоставления Банком России ликвидности коммерческим банкам на средне- и долгосрочной основе под специальные виды залогов с целью стимулирования кредитования предприятий, относящихся к приоритетным отраслям и секторам экономики. Как правило, данное рефинансирование предоставляется банкам по льготным процентным ставкам, что позволяет им выдавать кредиты компаниям по ставкам ниже рыночных. Эти инструменты поддерживают деловую активность хозяйствующих субъектов в периоды проведения экономической политики ликвидации инфляционных разрывов в экономике, поэтому ЦБ использует их для одновременного решения двух противоречивых задач процентной политики: сдерживания инфляции и поддержания экономического роста [5, с. 255–256].

СИР разработаны в рамках государственных программ развития ряда секторов экономики и реализуются под контролем Правительства РФ. Они действуют по трем направлениям: поддержка несырьевого экспорта; поддержка инвестиционных проектов; поддержка малого и среднего бизнеса. Таким образом, сферы действия СИР полностью соответствуют ключевым направлениям структурной модернизации российской экономики.

На рис. 4 схематично представлена система СИР, используемых Банком России в период с 2021 г. по настоящее время. На текущую дату действующими являются инструменты, обозначенные в схеме под номерами 1–4. Рефинансирование под залог кредитов АО «МСП Банк» было прекращено с 23.08.2021 г. и полностью заменено рефинансированием под поручительства АО «ФК МСП» или под залог ОФЗ, поскольку последнее является более прямым механизмом стимулирования банков к кредитованию субъектов МСП. Рефинансирование ЦБ РФ, направленное на поддержку МСП в отраслях, наиболее пострадавших от распространения COVID-19, осуществлялось с 01.11.2021 г. по 30.12.2021 г. и с 24.01.2022 г. по 01.05.2022 г. [8, с. 217].



Источник: данные Банка России. Процентные ставки по специальным механизмам, механизму экстренного предоставления ликвидности и безотзывным кредитным линиям. https://cbr.ru/hd_base/ProcStav/IR_SRM/ (дата обращения: 17.01.2026).

Рис. 4. Специальные инструменты рефинансирования ЦБ РФ

Нужно отметить, что Банк России весьма осторожно подходит к использованию СИР. Это обусловлено стремлением избежать избыточной денежной эмиссии, которая может привести к ускорению инфляции, и искажения рыночного функционирования процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма ДКП. ЦБ рассматривает данные инструменты преимущественно как временную меру борьбы с рецессией, поэтому ограничивает по ним объемы операций. Поскольку СИР являются эмиссионным финансированием, их объ-

емы действительно должны быть ограничены. Однако в настоящее время лимиты по этим инструментам достаточно низкие. Так, общий объем лимитов по всем инструментам составляет всего 645 млрд руб. [8, с. 217]. Данный объем специального рефинансирования представляется недостаточным для стимулирования развития капиталоемких отраслей, особенно с учетом того, что в рамках отраслевых государственных программ и национальных проектов ежегодная поддержка целевых секторов экономики в совокупности исчисляется триллионами рублей.

При этом следует обратить внимание, что даже такие низкие лимиты по СИР расходуются недостаточно интенсивно. Так, например, требования ЦБ РФ к кредитным организациям по кредитам, выданным в рамках программы поддержки развития крупных инвестиционных проектов, при лимите 150 млрд руб. по состоянию на 01.10.2025 г. составляют лишь 13,9 млрд руб., что на 23,4 млрд руб. меньше, чем на начало 2023 г. Это означает, что объемы вновь выдаваемых кредитов меньше, чем объемы возвращаемых кредитов. Специальные инструменты поддержки МСП используются несколько активнее – на 01.10.2025 г. лимит 320 млрд руб. был израсходован на 45%. Однако и по этим инструментам объемы рефинансирования со второго квартала 2024 г. демонстрируют отрицательную динамику – требования ЦБ снизились на 108,1 млрд руб. Рефинансирование, направленное на поддержку несырьевого экспорта, на 01.10.2025 г. использовано на 89%, но лимит по данному инструменту самый низкий – всего 75 млрд руб. [8, с. 217]. Общий объем операций Банка России по СИР на эту же дату составил лишь 0,2% от совокупного кредитного портфеля российских банков.

Малоинтенсивное использование СИР связано как с реализацией Банком России с октября 2017 года стратегии поэтапного выхода из применения данных инструментов, так и с относительно слабым спросом коммерческих банков на специальное рефинансирование, который в свою очередь обусловлен несколькими факторами. Один из них заключается в том, что льготные ставки по большинству СИР незначительно отличаются от ключевой ставки и поэтому кредитование по этим программам ненамного доступнее стандартных кредитов по рыночным ставкам. Так, по СИР, предназначенным для поддержки несырьевого экспорта и МСП под поручительства АО «ФК МСП» или под залог ОФЗ, ставка лишь на 1,5 п.п. ниже ключевой ставки. Рефинансирование, нацеленное на поддержку развития инвестпроектов в отдельных субъектах РФ, вовсе осуществляется по ставке, превышающей ключевую на 0,25 п.п. Самая привлекательная ставка рефинансирования установлена по направлению поддержки развития крупных инвестпроектов – она должна быть равна мини-

муму из двух величин: 9% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 1 п.п. [8, с. 216]. Несмотря на то что при ключевой ставке 15% рефинансирование под 9% является достаточно льготным, объемы операций по данному инструменту меньше, чем по другим инструментам. Во многом это связано со вторым фактором невысокого спроса банков на СИР, а именно с сохраняющимся структурным профицитом ликвидности в банковском секторе, который снижает интерес кредитных организаций к заимствованиям у ЦБ.

Действующей системе СИР свойственны и другие недостатки. В частности речь идет о том, что эти инструменты не решают в достаточной мере весьма актуальную в настоящее время проблему неготовности российских коммерческих банков без участия государства кредитовать долгосрочные высокорисковые капиталоемкие инвестиционные проекты. Это также сдерживает спрос банков на специальное рефинансирование. С одной стороны, СИР обеспечивают снижение кредитного риска для коммерческих банков, поскольку государство в лице институтов развития берет на себя значительную часть данного риска посредством страхования и выдачи госгарантий и поручительств по кредитам. Но при этом данные инструменты предполагают рефинансирование банков на срок максимум до трех лет, тогда как инвестиционные проекты, которые кредитуют банки по этим программам поддержки, часто имеют срок окупаемости, существенно превышающий три года. Следовательно, ЦБ не обеспечивает банкам долгосрочное фондирование на весь срок проекта, поэтому они сталкиваются с серьезным риском ликвидности, который усиливается в текущих условиях дефицита долгосрочных средств в структуре пассивов банковской системы России.

Таким образом, можно прийти к выводу, что СИР Банка России в сущности являются точечным, действенным механизмом привлечения ресурсов банковской системы в стратегически важные проекты и отрасли экономики. Однако на практике текущие масштабы использования специального рефинансирования недостаточны для стимулирования наращивания инвестиционной активности до уровня, необходимого для структурной трансформации экономики. ЦБ РФ по причине очень осторожного отношения к данным инструментам установил жесткие условия по их применению – низкие лимиты, высокие ставки и недостаточно долгосрочные сроки предоставления средств.

Однако в современных условиях представляется более целесообразным регулятору рассматривать СИР не только и не столько как временную антикризисную меру, но и как меру стимулирования развития приоритетных секторов экономики даже в условиях отсутствия рецессии, и на данном основании развивать как эти, так и другие механизмы точной настройки ДКП.

Перспективы развития механизмов точной настройки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

Стратегия развития механизмов точной настройки ДКП должна заключаться в том, чтобы сделать их более доступными, долгосрочными, масштабными по объему операций и охвату отраслей и проектов. При этом необходимо обеспечить минимизацию их проинфляционного эффекта и влияния на рост государственного долга.

В 2023 г. Банк России внедрил риск-ориентированные регуляторные стимулы для участия банков в проектах по экономическому развитию. Их сущность состоит в использовании банками пониженных коэффициентов риска (вплоть до 20%) по кредитным требованиям в рамках финансирования проектов технологического суверенитета и структурной адаптации российской экономики (проекты ТСиСАЭ), утвержденных Постановлением Правительства РФ от 15.04.2023 № 603³. Снижение нагрузки на капитал делает такие кредиты более привлекательными для банков, что облегчает привлечение финансирования для проектов, которые, согласно утвержденным критериям, относятся к категории трансформационных. При этом, чтобы исключить накопление в банковской системе избыточных рисков, объем регуляторных стимулов ограничен: лимиты использования льгот для отдельных банков зависят от их запаса капитала и рентабельности.

Вместе с тем ЦБ придерживается позиции, что для финансирования приоритетных инвестпроектов, имеющих стратегическое значение для страны, должны задействоваться бюджетные ресурсы и возможности государственных институтов развития, так как некоторые проекты с точки зрения рыночных кредиторов могут иметь относительно высокие риски. Банковское кредитование таких проектов может осуществляться при условии предоставления банкам государственных гарантий и поручительств институтов развития или

³ Постановление Правительства РФ № 603 от 15.04.2023 г. (ред. от 06.11.2024 г.) «Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации и Положения об условиях отнесения проектов к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации, о предоставлении сведений о проектах технологического суверенитета и проектах структурной адаптации экономики Российской Федерации и ведении реестра указанных проектов, а также о требованиях к организациям, уполномоченным представлять заключения о соответствии проектов требованиям к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации» https://mineconomy.orb.ru/upload/uf/95a/cypqwei7fzxxbxzbb419ew6jbi6bk4vl/Postanovlenie_Pravitelstva_RF_ot_15.04.2023_603.pdf?ysclid=mnisg6r55y248759929 (дата обращения: 01.04.2026).

выпуска облигаций, обеспеченных соответствующими гарантиями и поручительствами⁴.

Недостаточность для высокорисковых стратегических проектов и отсутствие прямого переноса части риска банков на ЦБ или государство ограничивают масштаб и глубину воздействия регуляторных стимулов. В связи с этим рекомендуется разработать механизмы, предполагающие более серьезную и комплексную поддержку инвестиционного кредитования приоритетных отраслей и проектов. *В качестве решения данной задачи можно рассмотреть механизм целевой проектной эмиссии с использованием счетов эскроу, предложенный в 2019 г. А.С. Галушкой и А.К. Ниязметовым и предназначенный для неинфляционного финансирования инвестиционных проектов в приоритетных секторах экономики. Предполагалось, что поэтапная реализация данного механизма будет проходить следующим образом [1, с. 6–8].*

В рамках национальных проектов и государственных программ по критерию соотношения планируемой добавленной стоимости к требуемому объему финансирования на конкурсной основе выбираются инвестпроекты.

Между инвестором, коммерческим банком и государственным органом заключается специальный инвестиционный контракт, согласно которому инвестор обязуется достичь показателей добавленной стоимости, банк – предоставить финансирование, государство – обеспечить эмиссионный источник через ЦБ РФ.

ЦБ эмитирует деньги строго под выбранный инвестпроект и размещает их на счете эскроу в коммерческом банке. При этом во избежание инфляционного давления объем эмиссии исключает затраты на оплату труда и импорт, что также позволяет стимулировать отечественную кооперацию.

Коммерческий банк предоставляет инвестору кредит под средства, задепонированные на счете эскроу, в размере фактически произведенных капитальных вложений. Ставка по кредиту в среднем составляет примерно 3%, так как в нее включается только премия за риск (расходы банка на привлечение средств отсутствуют).

Если проект успешно запущен и создана добавленная стоимость, долг инвестора погашается за счет средств на счете эскроу. В случае незапуска нового производства эмитированные деньги изымаются Банком России, а коммерческий банк и инвестор остаются в обычных кредитных отношениях.

⁴ Банк России возлагает большие надежды на банки и граждан в перестройке экономики/ Ведомости. 4 августа 2022. <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2022/08/04/934640-bank-rossii-nadezhdi-banki> (дата обращения: 01.04.2026).

Преимущества и недостатки потенциальных механизмов инвестиционного кредитования приоритетных видов деятельности

	Целевая проектная эмиссия с использованием счетов эскроу	Рефинансирование специализированных государственных институтов развития
Преимущества	<ol style="list-style-type: none"> 1. Мощный стимул для частных инвестиций в приоритетные отрасли. 2. Объем эмиссии ориентирован на величину капитальных вложений. 3. Отсутствует временной разрыв между эмиссией и запуском нового производства. 4. Использование счетов эскроу обеспечивает высокий уровень контроля за целевым расходованием средств. 5. Задействование коммерческих банков, нет необходимости в создании новых специализированных инвестиционных структур или реформировании существующих. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Цена и срок кредита ориентированы на показатели инвестпроекта. 2. Совместное участие института развития и частного инвестора в финансировании проекта (принцип софинансирования). 3. Институты развития выступают в роли квалифицированных посредников между ЦБ и частными инвесторами. 4. Более прямая и традиционная модель поддержки инвестиционного кредитования в сравнении с механизмом проектной эмиссии через эскроу-счета. 5. Наличие успешного зарубежного опыта реализации такого механизма.
Недостатки	<ol style="list-style-type: none"> 1. Относительно высокие риски ускорения инфляции. 2. Механизм является более сложным и многоступенчатым. 3. Отсутствуют специализированные квалифицированные посредники между ЦБ и частными инвесторами. 4. Моральный риск для инвесторов и коммерческих банков. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Из объема целевой кредитной эмиссии не исключаются фонд оплаты труда и импортная составляющая инвестпроекта. 2. Постоянное рефинансирование институтов развития способно заметно увеличить бремя внутреннего госдолга. 3. Необходимость институциональных реформ, в частности внесения изменений в Федеральный закон о Банке России.

Источники: [1, с. 6–9]; [11, с. 103–105].

Несмотря на очевидные преимущества целевой проектной эмиссии, она обладает рядом серьезных недостатков (см. табл.). Как утверждает ЦБ РФ, предложенный механизм целевой эмиссии по своей экономической сути представляет собой квази-бюджетное финансирование и, таким образом, несет в себе риски ускорения инфляции и нарушения макроэкономической стабильности⁵. В целом с данным

⁵ <https://www.interfax.ru/business/668663> (дата обращения: 17.01.2026).

утверждением можно согласиться, поскольку погашение центральным банком долга инвестора перед коммерческим банком за счет эмитированных средств в сущности является формой государственной поддержки, заменяющей бюджетное субсидирование денежной эмиссией. В результате рост денежной массы при такой схеме будет значительно больше, чем при классическом кредитовании, когда заемщик несет ответственность за возврат кредита. Поэтому предусмотренные в рамках этого механизма антиинфляционные меры (исключение из объема эмиссии затрат на оплату труда и импортную составляющую проекта и выпуск денег в оборот только после запуска нового производства) с высокой вероятностью окажутся недостаточными для нивелирования проинфляционного эффекта от эмиссионного покрытия долговых обязательств инвестора.

Другим существенным недостатком предложенной целевой проектной эмиссии является риск недостаточной квалификации у коммерческих банков для качественного отбора, оценки и контроля результатов проектов. Кроме того, имеет место моральный риск как для инвесторов, так и для банков: осознание возможного списания долга может снизить ответственность инвесторов за эффективное управление проектом или стимулировать их к искусственному завышению показателей; со стороны банков это может привести к менее тщательному отбору и контролю проектов. В связи с этим следует рассмотреть альтернативы данному механизму.

В 2021 г. научные сотрудники Института экономики РАН предложили расширять масштабы инвестиционного кредитования посредством рефинансирования Банком России специализированных государственных институтов развития, которые на льготных условиях кредитуют крупные инвестиционные проекты в приоритетных секторах национальной промышленности [6, с. 212–216]. Представленная в таблице сравнительная характеристика этого механизма и механизма целевой проектной эмиссии с использованием эскроу-счетов позволяет выявить относительные преимущества первого. Его важнейшими преимуществами выступают принцип софинансирования, согласно которому институт развития финансирует только определенную часть стоимости инвестпроекта (доля льготного кредита не должна превышать 50% стоимости проекта), и обязанность инвестора погасить долг по кредиту за счет доходов от реализации проекта. Однако при этом из объема эмиссии ЦБ, реализуемой через канал рефинансирования институтов развития, не исключаются фонд оплаты труда и импортная составляющая проекта. Но в целом данный механизм является более совершенным с точки зрения долгосрочного контроля над денежной массой и минимизации инфляционных рисков.

На основании вышеизложенного рефинансирование Банком России государственных институтов развития (в первую очередь ВЭБ.РФ, Фонда развития промышленности, Корпорации МСП) по проектам таксономии рекомендуется признать более перспективным механизмом поддержки инвестиционного кредитования целевых секторов и отраслей экономики. Нужно отметить, что за введение этого механизма выступают авторитетные российские экономисты, в том числе М.Ю. Головин [3], С.Ю. Глазьев [2, с. 19] и В.А. Гамза⁶. Для его практической реализации требуется законодательно закрепить право ЦБ РФ рефинансировать государственные институты развития путем выдачи им кредитов под залог ценных бумаг, а также путем покупки облигаций институтов развития при их первичном размещении. С этой целью необходимо внести соответствующие изменения в закон о Банке России⁷. При этом, по мнению автора, данный механизм следует усовершенствовать посредством внедрения дополнительных мер минимизации инфляционных рисков и рисков искажения конкурентной среды в финансовой сфере, а также разработки эффективных методов контроля за целевым использованием средств. В результате рефинансирование институтов развития рекомендуется осуществлять следующим образом:

- лимит целевой кредитной эмиссии по каждому инвестпроекту установить на уровне 50-70% его стоимости. При этом из объема эмиссии исключить фонд оплаты труда, импортную составляющую проекта и промежуточное потребление (затраты на сырье и материалы). Иными словами, рефинансирование институтов развития по каждому проекту необходимо осуществлять в объемах, включающих только величину локализованных в стране капитальных вложений. Данная мера, инициированная авторами целевой проектной эмиссии с использованием эскроу-счетов, в наибольшей степени позволяет минимизировать инфляционные последствия эмиссии, так как исключает прямое попадание эмитированных денег на потребительский и валютный рынки;
- ставки по льготным кредитам, рефинансируемым ЦБ РФ, должны ориентироваться на уровень рентабельности инвестпроектов, а срок кредитов – на период создания и освоения производственных мощностей. То есть кредит будет предоставляться на срок не менее пяти лет под 3–5% годовых, а в отдельных случаях и под меньший процент, как и предусмотрено инициаторами данного механизма;

⁶ Бюллетень Счетной палаты РФ. 2024. № 7 (321). С. 69.

⁷ Федеральный закон № 86-ФЗ от 10.07.2002 г. «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

- рефинансирование осуществлять только по высокорисковым инвестпроектам, которые недостаточно кредитуют коммерческие банки даже при наличии определенных льгот. Это необходимо для предотвращения искусственной фрагментации финансового рынка, при которой формируются два равнозначных по масштабу источника финансовых ресурсов: заемные средства на рыночных принципах для одних и ресурсы ЦБ на весьма льготных условиях для других. Как следствие, механизм рефинансирования институтов развития можно расценивать как оптимальное дополнение к регуляторным стимулам ЦБ: первый будет выступать поддержкой для проектов с высоким уровнем риска, а вторые – для проектов со средним уровнем риска;
- в качестве приоритетного способа рефинансирования выбрать покупку Банком России проектных облигаций (с долгим сроком погашения и под низкий процент) институтов развития при их первичном размещении, чтобы в дальнейшем ЦБ мог абсорбировать избыточную ликвидность путем продажи этих облигаций на открытом рынке. Иными словами, это необходимо с целью ограничения чрезмерного роста денежной массы, потенциально вызванного применением данного механизма льготного кредитования;
- эффективным способом организации контроля за целевым расходованием средств может выступать реализация данного механизма с использованием цифрового рубля.

Таким образом, предложенная вариация рефинансирования Банком России государственных институтов развития представляет собой весьма перспективный механизм точной настройки ДКП, позволяющий стимулировать рост и развитие высокотехнологичных отраслей, имеющих для национальной экономики стратегическое значение. По сути он является своеобразной формой развития действующих специальных инструментов рефинансирования ЦБ РФ, устраняющей их основные недостатки.

Заключение

Проведенное исследование позволяет констатировать, что авторская гипотеза нашла свое подтверждение. Режим инфляционного таргетирования, реализуемый в 2022–2025 гг. через поддержание высокой ключевой ставки, тормозит структурное развитие российской экономики. В сложившихся условиях снижение ключевой ставки с целью стимулирования развития оказывается недостаточно эффективным из-за риска ускорения инфляции, тогда как повышение ключевой ставки, направленное на достижение и поддержание целевого уровня инфляции, сопровождается риском рецессии. Следовательно, *в вопросе*

участия ДКП в поддержке структурной модернизации экономики акцент неизбежно смещается в сторону ее селективных инструментов, а именно механизмов точной настройки ДКП.

Анализ существующих механизмов точной настройки ДКП, а именно специальных инструментов рефинансирования ЦБ РФ, выявил их основную проблему – крайне ограниченный масштаб их воздействия в силу низких лимитов и слабого спроса коммерческих банков на данные инструменты, обусловленного недостаточно привлекательными условиями фондирования. Подход Банка России к использованию СИР только в рамках антикризисной политики не соответствует текущим потребностям трансформации отечественной экономики. Построение новой, более устойчивой модели экономического роста России требует пересмотра стратегии ДКП. Она должна быть расширена за пределы узкой концентрации на цели ценовой стабильности и представлять собой более гибкую систему, где инфляционное таргетирование дополняется комплексом эффективных точечных инструментов для целевого направления финансовых ресурсов в приоритетные секторы экономики. Предложенный способ реализации рефинансирования центральным банком государственных институтов развития является логичным развитием действующих СИР и может стать эффективным драйвером структурных изменений, позволяя сочетать задачи макроэкономической стабильности и стратегического развития.

ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

1. Галушка А.С., Ниязметов А.К. Использование счетов эскроу и целевой проектной эмиссии как неинфляционный способ финансирования инвестиционных проектов // Стратегии бизнеса. 2019. № 3. С. 3–10. [Galushka A.S., Niyazmetov A.K. Using escrow accounts and target project emissions as a non-inflationary method of financing investment projects // Business Strategies. 2019. No. 3. Pp. 3–10. (In Russ.).]
2. Глазьев С.Ю., Сухарев О.С. Экономический рост и монетарная политика России // Journal of New Economy. 2025. Т. 26. № 1. С. 6–30. [Glazyev S. Yu., Sukharev O.S. Economic growth and monetary policy in Russia // Journal of New Economy. 2025. Vol. 26. No. 1. Pp. 6–30. (In Russ.).] DOI: 10.29141/2658-5081-2025-26-1-1.
3. Головин М.Ю. Роль политики Центрального банка в обеспечении динамичного экономического развития в России // Научные труды Вольного экономического общества России. 2025. Т. 253. № 3. С. 153–164. [Golovnin M.Y. The role of Central bank policy in ensuring dynamic economic development in Russia // Scientific Papers of the Free Economic Society of Russia. 2025. Vol. 253. No. 3. Pp. 153–164. (In Russ.).] DOI: 10.38197/2072-2060-2025-253-3-153-164.
4. Колесник С.И., Картаев Ф.С., Зубарев А.В. Асимметрия денежно-кредитной политики Банка России: влияние на макроэкономические показатели // Вопросы экономики. 2025. № 10. С. 44–61. [Kolesnik S.I., Kartaev P.S., Zubarev A.V. Asymmetry of the Bank of Russia's monetary policy: Effects on macroeconomic indicators // Voprosy Ekonomiki. 2025. No. 10. Pp. 44–61. (In Russ.).]

5. Лапаев Д.Н., Рамазанов С.С. Процентный канал и инновационные механизмы Банка России // Экономическая безопасность. 2024. Т. 7. № 2. С. 247–264. [Lapaev D.N., Ramazanov S.S. Interest channel and innovative mechanisms of the Bank of Russia // Economic security. 2024. Vol. 7. No. 2. Pp. 247–264. (In Russ.)] DOI: 10.18334/ecsec.7.2.120586.
6. Ленчук Е.Б., Ахапкин Н.Ю., Филатов В.И. и др. Структурная модернизация российской экономики: условия, направления, механизмы. СПб: Изд-во «Алетейя», 2022. [Lenchuk E.B., Akhapkin N.Y., Filatov V.I., et al. Structural modernization of the Russian economy: conditions, directions, mechanisms. St. Petersburg: Aleteya Publishing House, 2022. (In Russ.)]
7. Медведев И.Д., Солнцев О.Г. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях структурной трансформации экономики // Научные труды. Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. № 2. С. 6–28. [Medvedev I.D., Solntsev O.G. Monetary Policy of the Bank of Russia in the Conditions of Structural Transformation of the Economy // Scientific works: Institute of Economic Forecasting of the Russian Academy of Sciences. 2023. No. 2. Pp. 6–28. (In Russ.)] DOI: 10.47711/2076-3182-2023-2-6-28.
8. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. Одобрено Советом директоров Банка России 24.10.2025. М.: Банк России, 2025. [The main directions of the unified state monetary policy for 2026 and the period 2027 and 2028. Approved by the Board of Directors of the Bank of Russia on 24.10.2025. Moscow: Bank of Russia, 2025. (In Russ.)]
9. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. Одобрено Советом директоров Банка России. М.: Банк России, 2025. [The main directions of development of the financial market of the Russian Federation for 2026 and the period 2027 and 2028. Approved by the Board of Directors of the Bank of Russia. Moscow: Bank of Russia, 2025. (In Russ.)]
10. Рубинштейн А.А. К вопросу о снижении ключевой ставки // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2025. № 4. С. 125–149. [Rubinstein A.A. On the issue of reducing the key interest rate // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2025. No. 4. Pp. 125–149. (In Russ.)]
11. Филатов В.И. Финансовые ресурсы роста российской экономики // Мир новой экономики. 2021. № 15 (2). С. 97–106. [Filatov V.I. Financial Resources for the Growth of the Russian Economy // The world of new economy. 2021. No. 15 (2). Pp. 97–106. (In Russ.)]
12. Borio C., Hofmann B. Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low? // BIS Working Papers, 2017. No. 628.
13. Debortoli D., Forni M., Gambetti L., Sala L. Asymmetric effects of monetary policy easing and tightening. Barcelona GSE Working Paper Series, 2020. No. 1205.
14. Igityan H. Asymmetric Effects of Monetary Policy on the Armenian Economy. Russian Journal of Money and Finance. 2021. 80 (1). Pp. 46–103. DOI: 10.31477/rjmf.202101.46.
15. Perez-Orive A., Timmer Y., van der Ghote A. The asymmetric credit channel of monetary policy. Unpublished manuscript, American Economic Association. 2023.
16. Ülke V., Berument M.H. Asymmetric effects of monetary policy shocks on economic performance: empirical evidence from Turkey. Applied Economics Letters. 2016. No. 23 (5). Pp. 353–360.

Дата поступления рукописи: 10.02.2026 г.

Дата принятия к публикации: 02.04.2026 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

Мелькова Екатерина Евгеньевна – магистрант кафедры государственного регулирования экономики Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия
ekat01mel@yandex.ru

ABOUT THE AUTHOR

Ekaterina E. Melkova – Master’s Student, Department of State Regulation of the Economy of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia
ekat01mel@yandex.ru

MECHANISMS FOR FINE-TUNING MONETARY POLICY AS A TOOL FOR STIMULATING STRUCTURAL SHIFTS IN THE RUSSIAN ECONOMY

The purpose of this article is a comprehensive analysis of the current state, problems and potential of the monetary policy of the Central Bank of the Russian Federation as a financial mechanism to stimulate the structural modernization of the Russian economy, which began in 2022. It is shown that the tight monetary policy implemented in 2022–2025 in order to ensure the key macroeconomic prerequisite for structural transformation – price stability, has made it difficult for companies to access national investment resources. The article substantiates the need to activate a selective monetary policy based on fine-tuning mechanisms that can stimulate the development of priority sectors and industries of the economy, which are currently underutilized. Various options for forming an effective channel for supporting targeted economic activities using these mechanisms are being considered and evaluated. The author concludes that the mechanism for refinancing state development institutions based on taxonomy projects is promising and suggests ways to improve it.

Keywords: *monetary policy, mechanisms for fine-tuning monetary policy, special refinancing instruments, inflation targeting, structural economic development, targeted project emission, development institutions.*

JEL: E52, E58.