

## ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-5-31-38  
УДК 336.76(045)  
JEL F21, F30, C40, C51

## Неконвенциональные направления монетарного регулирования в турбулентной мировой экономике

О.В. Хмыз

Финансовый университет, Москва, Россия  
<https://orcid.org/0000-0003-4178-8677>

### АННОТАЦИЯ

*Предмет исследования* – инструменты, используемые национальными монетарными регуляторами развитых стран при проведении неконвенциональной монетарной политики в ответ на вызовы глобальной турбулентности, связанные прежде всего с глобальным финансово-экономическим кризисом 2007–2008 гг. и распространением COVID-19 в 2020–2021 гг. *Актуальность исследования* обуславливается новыми вызовами и условиями, складывающимися в мировой экономике и системе международных финансов, а также происходящими фундаментальными изменениями, отражающимися в теоретических подходах к монетарной политике. *Объекты исследования* – развитые страны, корректирующие инструменты монетарного регулирования. *Цель работы* – установление необходимости применения неконвенциональных методов монетарного регулирования при достижении процентными ставками уровня эффективной нижней границы, когда традиционные методы монетарного регулирования перестают действовать с достаточной степенью эффективности в условиях финансовой турбулентности. По результатам анализа *сделаны выводы* о целесообразности применения неконвенциональных методов монетарного регулирования не только в развитых, но и в развивающихся странах.

Дальнейший анализ современных неконвенциональных подходов к монетарному регулированию будет способствовать лучшему пониманию происходящих в мировой экономике процессов и механизмов, необходимых для сдерживания ее колебаний в периоды глобальной либо региональной турбулентности.

**Ключевые слова:** монетарные регуляторы; нетрадиционная денежно-кредитная политика; глобальная турбулентность; развитые страны

**Для цитирования:** Хмыз О.В. Неконвенциональные направления монетарного регулирования в турбулентной мировой экономике. *Экономика. Налоги. Право.* 2021;14(5):31-38. DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-5-31-38

## ORIGINAL PAPER

## Unconventional Directions of Monetary Regulation in a Turbulent Global Economy

O.V. Khmyz

Financial University, Moscow, Russia  
<https://orcid.org/0000-0003-4178-8677>

### ABSTRACT

*The subject of the study* is the tools used by national monetary regulators of developed countries in conducting non-conventional monetary policy in response to the challenges of global turbulence, primarily related to the global financial and economic crisis of 2007–2008 and the spread of COVID-19 in 2020–2021. Therefore, *the relevance of the study* is determined by the new challenges and conditions emerging in the world economy and the system of international finance, as well as the fundamental changes taking place, reflected in theoretical approaches to monetary policy. *The objects of the study* are developed countries that are correcting the instruments of monetary regulation.

*The purpose of the work* is to establish the need to use unconventional methods of monetary regulation when interest rates reach the level of the effective lower limit, when traditional methods of monetary regulation cease to operate with a sufficient degree of efficiency in the conditions of financial turbulence.

© Хмыз О.В., 2021

Based on the results of the analysis, *conclusions are drawn* about the expediency of using unconventional methods of monetary regulation not only in developed but also in developing countries due to the current global financial landscape and the current challenges of turbulence.

Further analysis of modern conventional approaches to monetary regulation will contribute to a better understanding of the processes taking place in the modern world economy and the mechanisms necessary to contain its fluctuations during periods of global or regional turbulence.

**Keywords:** monetary regulators; non-conventional monetary policy; global turbulence; developed countries

**For citation:** Khmyz O.V. Unconventional directions of monetary regulation in a turbulent global economy. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2021;14(5):31-38. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-5-31-38

## ВВЕДЕНИЕ

Нестабильность и повышенная волатильность внешней среды приводят к турбулентности экономики, т.е. к резким и многократно повторяющимся с различной амплитудой скачкам цен на различные активы, прежде всего финансовые. Нарастание глобальных рисков, в том числе для финансового сектора мировой экономики, в очередной раз обуславливает необходимость разработки релевантных механизмов и инструментов монетарной политики государства, пострадавшими от распространения коронавируса и последовавшего сжатия экономики периода самоизоляции. Уже весной 2020 г. в условиях глобальной турбулентности, вызванной распространением COVID-19, значительно понизились курсы ценных бумаг, валют на фоне глобального изменения механизмов монетарного регулирования, обусловленного турбулентностью экономики, вызванной глобальным финансово-экономическим кризисом. Поэтому монетарные власти государств продолжают разрабатывать новые подходы к регулированию ликвидности и стоимости финансовых активов по показателям кривой доходности и рискованной надбавки<sup>1</sup>.

В отношении формирования и действия такого конвенционального<sup>2</sup> инструмента монетарной политики, как традиционные (т.е. положительные) процентные ставки, написано большое количество научных трудов, тогда как отрицательные ставки становятся предметом обсуждения только в последнее время [1–3].

Складывающаяся после мирового кризиса 2007–2008 гг. глобальная ситуация явно демонстрирует, что

несмотря на понижение политических процентных ставок в кризисный период спрос на кредитные ресурсы сокращается, так же как объемы кредитования. В новых условиях процентные ставки могут принимать отрицательные значения, хотя раньше считалось, что минимумом для них являются нулевые величины [4, с. 151]. На фоне низкой инфляции в развитых странах возникает ловушка ликвидности [5].

В условиях сегодняшней пандемийной волатильности ситуация не улучшилась<sup>3</sup>. Времена наступившей реальности пониженных и даже отрицательных процентных ставок требуют внесения корректив в монетарную политику [6]. Неконвенционального монетарного регулирования уже некоторое время придерживаются Швейцария, Япония, США, поскольку конвенциональные меры монетарного регулирования оказались в текущих условиях неэффективными. В результате монетарные регуляторы (прежде всего развитых стран) продолжили разработку неконвенциональных подходов к управлению стоимостью финансовых активов и ликвидностью, а также принимают меры по сглаживанию кривой доходности и понижению надбавок за риск. Эти же механизмы постепенно начнут применяться в Российской Федерации ввиду того, что мировые тенденции проявляются на отечественном финансовом рынке с некоторым лагом.

## НЕОБХОДИМОСТЬ ПЕРЕХОДА ОТ ТРАДИЦИОННЫХ К НЕКОНВЕНЦИОНАЛЬНЫМ МЕРАМ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Основным инструментом конвенциональной монетарной политики выступает краткосрочная политическая процентная ставка, поскольку она оказывает влияние на другие ставки процентов в стране:

<sup>1</sup> Schneeweiss Z. ECB's Zero Interest-Rate Policy Leads to Slower Growth, Holzmann Says // Bloomberg, 2019. October, 05. URL: <https://www.bloombergquint.com/global-economics/ecb-zero-interest-rate-policy-leads-to-slower-growth-holzmann>

<sup>2</sup> Прилагательное «конвенциональный» происходит от латинского слова *conventionalis* и обозначает условный, согласованный, соответствующий условию, договору, соответствующий нормам. — Прим. ред.

<sup>3</sup> Schnabel I. COVID-19 and monetary policy: Reinforcing prevailing challenges. // European Central Bank. 2020. November, 24. — URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201124-bcaebee7c0.en.html>

по кредитам бизнесу, ипотечным займам, депозитам, сберегательным счетам и др. Иными словами, она влияет на стоимость заимствований денежных средств, размер инвестиционной отдачи и доходности по вкладам и, следовательно, на принятие решений физическими и юридическими лицами в отношении осуществления инвестиций или потребления товаров или услуг, отражающихся в конечном счете на экономическом росте. Управляя уровнем процентной ставки, регулирующий орган в виде центрального банка либо выполняющие его функции структуры одновременно корректируют уровень занятости, инфляции и совокупного спроса. Понижение уровня процентной ставки стимулирует рост совокупного спроса и занятости, оказывая в то же время давление на инфляцию. И наоборот.

Центральные банки государств с развитой экономикой при разработке и проведении монетарной политики использовали в течение нескольких десятилетий преимущественно инструментарий политической (базовой, основной) ставки процента. Традиционно достаточная его эффективность доказывалась на практике, в отличие от прочих конвенциональных мер монетарного регулирования (нормы обязательного резервирования и операций на открытом рынке), которые еще в прошлом столетии перестали быть достаточно эффективными. Поэтому конвенциональные механизмы монетарного регулирования были нацелены на управление краткосрочными процентными ставками денежного рынка. При этом в качестве транзиттера при регулировании денежной базы использовалась банковская система. Однако в условиях турбулентности (в особенности финансовой) широкий и узкий каналы кредитования утрачивают свою трансмиссионную эффективность [7, с. 32].

Так, сторонники конвенциональных механизмов монетарного регулирования при понижении курса национальной денежной единицы рекомендуют повышать основную процентную ставку, чтобы предотвратить инфляционное вздутие, «перетягивая» денежные излишки в банковские депозиты. Однако в современных условиях глобальной цифровизирующейся мировой экономики [8] этот механизм срабатывает противонаправленно, демонстрируя эрозию конвенциональных подходов, вызывая бегство вкладчиков из банков из-за подорожания кредитов, роста цен и обесценивания их накоплений и доходов.

В начале второго десятилетия XXI в. отдельные эксперты все еще полагали, что номинальная процентная ставка не может понижаться ниже нулевого

уровня<sup>4</sup>, поэтому ставили под сомнение возможность ее использования в целях регулирования (смягчения рецессии). Иными словами, действия регулятора фактически сдерживались нижней границей процентной ставки.

Во время мирового кризиса 2007–2009 гг. этот механизм монетарного регулирования оказался весьма востребованным и многие национальные регуляторы вновь обратились к нему, но в целях выхода из глобальной рецессии им пришлось понижать основные процентные ставки практически до нуля. Однако экономический рост не возобновился, несмотря на низкие значения ставок, и регуляторам пришлось прибегнуть к неконвенциональным мерам. Причем сложившаяся ситуация не была уникальной и имела прецеденты в прошлом, что позволило экспертам ввести в оборот новый показатель для анализа процентной политики под названием «эффективная нижняя граница».

С одной стороны, нижняя граница этого показателя сдерживала в новых турбулентных условиях возможности регулятора по предотвращению или компенсации (вероятных) будущих негативных шоков. Это приводило к еще большему снижению размера инфляции и связанной с ней экономической активности. С другой стороны, наличие вероятности снижения процентных ставок вплотную к нижней границе могло оказывать существенное влияние на инфляционные ожидания. Если субъекты рынка (от домашних хозяйств до предприятий) ожидают большую частоту повторений подобных явлений, они могут готовиться к тому, что фактический инфляционный уровень в будущем не достигнет установленного целевого показателя [9]. Со своей стороны, пониженные инфляционные ожидания будут продолжать подталкивать уровень инфляции в сторону нулевой отметки, тем самым сдерживая экономическую активность юридических и физических лиц.

Дефляционные тенденции, имевшие место в Японии и странах ЕС, монетарные власти пытались сдерживать при помощи процентных ставок, а именно посредством их постепенного понижения. Причем в течение довольно длительного времени они были сверхнизкими, но не пересекали нулевую отметку (за исключением единичных случаев). Затем число таких случаев стало нарастать и в итоге привело к по-

<sup>4</sup> Williams J. C. Monetary Policy in a Low R-Star World. — FRB San Francisco. 2016. FRBSF Economic Letter 2016–23 (August, 15). URL: <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2016/august/monetary-policy-and-low-r-star-natural-rate-of-interest>.

всеместному применению отрицательных процентных ставок, к которым стали прибегать не только официальные регулирующие органы, но и коммерческие банки.

В результате развитые страны стали осуществлять:

- операции количественного смягчения<sup>5</sup>, расширяя тем самым денежную базу в большей степени, чем это необходимо для поддержания текущего уровня процентных ставок;
- операции качественного смягчения<sup>6</sup>, не влияющие на размер денежной базы, но воздействующие на активы центрального банка.

Однако и они не смогли полностью сгладить финансовую турбулентность. Во многих развитых странах (например, в Японии) хотя ставки уже не превышали отметку в 1%, они были понижены еще больше. Наряду с ограничением инфляционного давления целью этой меры было недопущение укрепления валютного курса национальных денежных единиц (как это осуществлялось в Дании и Швейцарии).

Ясно, что во времена финансовой турбулентности, в особенности глобальной, деятельность регулирующих органов направлена прежде всего на поддержание финансовой стабильности в стране. Однако использование конвенциональных инструментов монетарной политики в условиях современной мировой экономики — глобальной и цифровизирующейся [10, с. 34–35], становится затруднительным.

В итоге к наиболее часто применяемым сегодня неконвенциональным инструментам относятся:

- заявление о намерениях;
- выкуп активов;
- долгосрочное финансирование (программы).

Конечно, и эти инструменты не идеальны. Так, у фактически коммуникационного инструмента в виде заявлений о намерениях есть свои преимущества и недостатки, однако они, несомненно, влияют на инфляционные ожидания рынка и населения.

По мнению экспертов, свою роль неконвенциональная монетарная политика должна была сыграть в 2020 г., когда в результате массированных локдаунов в экономиках многих стран мира (в том числе развитых) отмечались «провалы». Однако фактические результаты, полученные странами, уже проводившими такую политику (Япония, ЕС), оказались неодно-

значными, и поэтому другие государства (и частные структуры) стали более скептически воспринимать инструмент отрицательной процентной ставки<sup>7</sup>.

В результате в условиях пандемии *COVID-19* регулирующие органы развитых стран вновь начали разрабатывать новые подходы к монетарному регулированию, направленные на стимулирование краткосрочной ликвидности [11].

## ОПЫТ США

В наиболее затронутых последним глобальным финансово-экономическим кризисом США фактические изменения экономической среды протекают уже чуть более тридцати лет. Основными целями деятельности ФРС выступают сокращение безработицы, обеспечение ценовой стабильности, регулирование процентных ставок. Используемый инструментарий национального монетарного регулирования не сильно отличается от общепринятых механизмов монетарного регулирования и включает:

- целевую процентную ставку по федеральным фондам;
- ставки обязательного банковского резервирования и депозитной ставки на его превышение;
- операции количественного смягчения;
- анонимные аукционы по кредитованию коммерческих банков.

Инфляционные пики в США отмечались в начале 1980-х гг., а затем уровень инфляции оставался практически все время низким. Причем называемый экспертами «характерным» (либо «типичным») уровень процентных ставок в стране устоялся на самом низком значении, ограничивая дальнейшие экспансионистские возможности ФРС и лишая тем самым ее ранее считавшегося действенным инструмента монетарного регулирования, используемого прежде всего в периоды экономико-финансовой турбулентности. И в результате Федеральный комитет по операциям на открытом рынке не смог воспользоваться в качестве реакции на современную коронавирусную турбулентность указанным инструментом в полном объеме — размер ставки по федеральным фондам вплотную приблизился к нулю.

Довольно длительное время ФРС поддерживала стабильный экономический рост, одновременно обеспечивая ценовую стабильность и высокую занятость,

<sup>5</sup> Когда центральный банк начинает выкупать суверенные и/или ипотечные облигации в объявленном объеме с целью способствовать снижению их доходности и увеличивать ликвидность в финансовой системе. — Прим. ред.

<sup>6</sup> Иными словами, приобретение активов с целью управления регулятором их ценой или ликвидностью. — Прим. авт.

<sup>7</sup> Инвесторы потеряли веру в процентные ставки ниже нуля. 16.12.2020. URL: <https://www.finanz.ru/novosti/fondy/investory-poteryali-veru-v-procentnye-stavki-nizhe-nulya-1029896049>.

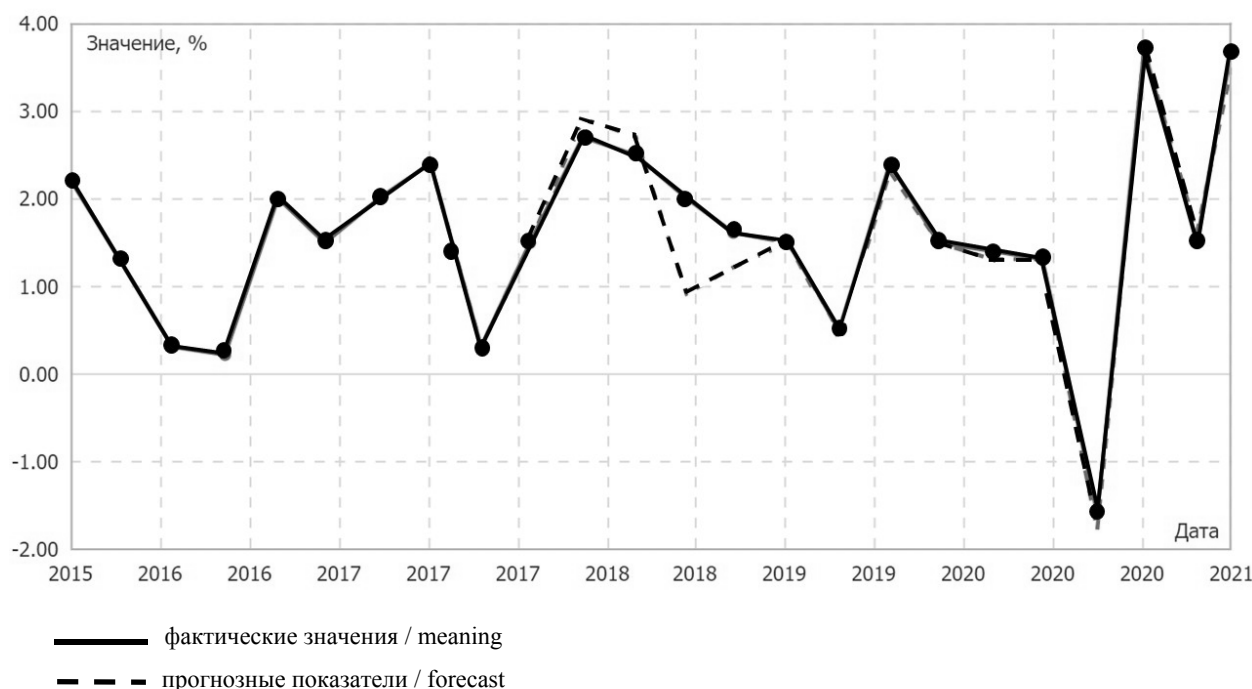


Рисунок / Figure. Поквартальный PCE для США, в % / US PCE price index, qq, per cent

Источник / Source: построено автором по данным Бюро экономического анализа / constructed by the author according to the Bureau of Economic Analysis.

фактически установив, с одной стороны, инфляционное таргетирование в размере 2%, удерживая рост цен, а с другой стороны, не допуская дефляцию, ориентируясь на годовое значение индекса цен на личное потребление (PCE)<sup>8</sup>. В своих расчетах ФРС использует именно этот индекс, а не более известный индекс потребительских цен (далее — ИПЦ, CPI), поскольку первый учитывает краткосрочные ценовые изменения и связанное покупательское поведение потребителей, что дает возможность регулирующим органам быстро реагировать на краткосрочные колебания потребительских предпочтений<sup>9</sup> и вносить изменения в состав потребительской корзины, тогда как при расчете ИПЦ аналогичные действия возможны лишь два раза в год. Следовательно, PCE предоставляет более полные и точные метрические данные. На рисунке представлена динамика американского ценового индекса расходов

<sup>8</sup> Отражает изменения цен на товары и услуги для личного потребления физических лиц. В расчет индекса не включаются энергетические и продовольственные товары. Агрегируется общая сумма расходов по каждому пункту номенклатуры, что дает возможность отслеживать изменения цен с позиций потребителя.

<sup>9</sup> Кроме того, рост индекса обычно приводит к повышению курса доллара.

на личное потребление, прогнозируемые значения которого только в 2018 г. значительно расходились с фактическими данными.

Длительная экспансия в США сочеталась с низким уровнем инфляции, рассчитанным в виде инфляционного компенсирования по пятилетнему уровню безубыточности<sup>10</sup> как разность номинальной доходности и доходности по защищенным от инфляции казначейским ценным бумагам. Значения инфляции по обоим показателям с 2010 г. не достигали порогового 2%-ного уровня. Причем фактические показатели соответствуют прогнозным значениям и инфляционным ожиданиям [11].

В течение этого времени главной причиной (и драйвером изменений) являлся уровень ставки процента, реальный и естественный, соответствующий условиям ценовой стабильности и высокой (максимальной) занятости, в свою очередь, как уже отмечалось, оказывавших давление в направлении понижения общего (и номинального) уровня процентных ставок.

<sup>10</sup> Точка критического минимального объема производства, при котором выручка равна издержкам производства. При этом в расчет не принимаются налоги.

Простимулированный пандемийной турбулентностью спад экономики оказал свое воздействие на показатель инфляции, и без того в течение уже некоторого периода времени не достигавший целевого уровня ФРС в 2%. Реагируя на неблагоприятную внешнюю среду, ФРС приняла решение о понижении политической ставки процента<sup>11</sup> практически до нулевого уровня в целях стимулирования кредитования и поддержания финансовых рынков. В свою очередь, складывавшаяся ситуация приводила к повышению вероятности дефляции и связанным с ней дополнительным угрозам.

В условиях распространения коронавируса 2020 г. ФРС снизила коэффициентные требования к коммерческим банкам, увеличила кредиты малым и средним предприятиям, а также обеспечила доступ к ликвидности, понизив до нулевого уровня резервные требования к депозитным институтам<sup>12</sup>.

В марте 2020 г. ФРС приступила к проведению новой крупной программы по выкупу казначейских и ипотечных ценных бумаг<sup>13</sup>. Риски по такому приобретению приняло на себя Казначейство. Средства из Валютного стабилизационного фонда стали направляться в капитал специализированных компаний, задача которых состояла в улучшении условий финансирования заемщиков<sup>14</sup>. Из бюджета на эти цели было выделено 454 млрд долл. США. Конечно, с формальных позиций данный механизм не считается количественным смягчением, поскольку средства не поступали на баланс ФРС.

## ОПЫТ ЕВРОПЕЙСКИХ СТРАН

В функции Банка Англии включены поддержание покупательной способности фунта стерлингов, обеспечение стабильности и эффективности британской финансовой системы, а также оказание содействия в проведении экономической политики страны в целом. В этих целях уровень инфляции поддерживается у ориентира, задаваемого министерством финансов. Отклонение фактического уровня от целе-

вого значения выступает метрическим показателем эффективности работы центрального банка страны. При превышении размером отклонения 0,1% за квартал принимается комплекс мер по его приведению в соответствие в течение следующего квартала. Один раз в два месяца Комитет по монетарной политике проводит заседание по вопросам текущего регулирования. К основным используемым в настоящее время инструментам относятся регулирование процентных ставок по кредитам коммерческим банкам, проведение операций на открытом рынке с государственными и корпоративными облигациями. Фактически последние инструменты обеспечивают комбинированно качественное либо количественное смягчение. Однако, как следует из практики, с 2008 г. в Великобритании мероприятия по качественному смягчению не проводились.

В целом, осуществляемая Банком Англии монетарная политика достигает поставленных инфляционных целей, отклоняясь от ориентира только в периоды глобальной турбулентности.

Так, в 2008 г., во времена предыдущей глобальной турбулентности [12] Великобритания прибегала к кредитному смягчению<sup>15</sup> — по сути, разновидности качественного смягчения, акцентирующего воздействие на сегменте кредитного рынка домашних хозяйств, чтобы влиять не только на увеличение объема денежной эмиссии и экспансии частного кредитования домашних хозяйств, но и снижать спрэды по процентным ставкам и повышать ликвидность рынка, поскольку операции количественного смягчения, использующие преимущественно государственные ценные бумаги, обычно проводятся с целью сглаживания кривой доходности по облигациям.

Аналогично основной массе национальных монетарных регуляторов развитых стран, Европейский центральный банк (далее — ЕЦБ) поддерживает расчетный уровень инфляции (по ИПЦ), используя норму резервирования, политическую процентную ставку, а также проводя операции рефинансирования и приобретения финансовых активов, т.е. операции качественного (в форме фондовых аукционов ЕЦБ с учетом объявленной ставки) и количественного смягчений.

ЕЦБ приступил к активной поддержке финансового сектора с 2008 г., когда контрагентные риски и риски

<sup>11</sup> Иными словами, ставки, устанавливаемые центральным банком страны, а в случае США — ФРС. — Прим. ред.

<sup>12</sup> Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base. — Federal Reserve. 2020. URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/default.htm>.

<sup>13</sup> Federal Reserve issues FOMC statement (Press Release). — The Board of Governors of the Federal Reserve System. — December 16, 2020. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20201216a.htm>.

<sup>14</sup> The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act (Public Law 116–136). — Signed into law on March 27, 2020. URL: <https://www.cbo.gov/publication/56334>.

<sup>15</sup> Bernanke B. S. The Crisis and the Policy Response (Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England). — The Board of Governors of the Federal Reserve System. — 2009. January, 13. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

ликвидности стремительно росли и в октябре того года спрэд трехмесячной *Euribor* с овернайтным индексированным свопом достиг исторического максимума. Начиная с кризисного 2008 г. ЕЦБ использовал в своих операциях ценные бумаги с залоговым обеспечением, облигации с покрытием, а также государственные и корпоративные облигации, т.е. более широкий спектр ценных бумаг, чем Банк Англии и ФРС. В стабилизационных целях стимулировались краткосрочные операции рефинансирования, наращивалась ликвидность через операции РЕПО по основной ставке рефинансирования, с осени 2008 г. до лета 2009 г., сниженной с 4,25 до 1%. Вместо процентного аукциона стали чаще использоваться обеспечительские активы, их перечень расширялся<sup>16</sup>. Затем (на полгода позже ФРС) ЕЦБ объявил об использовании облигаций с покрытием, которые сложно причислить к инструментам количественного смягчения ввиду встроеной автоматической стерилизации.

К непосредственно количественному смягчению ЕЦБ приступил в 2015 г. посредством реализации нескольких программ без строгих временных рамок. Вместо них установлены периодически пересматриваемые месячные темпы чистых выкупов.

К началу распространения коронавирусной инфекции программы выкупа активов ориентировались на сектора фондового рынка корпоративных и государственных ценных бумаг, а также ценных бумаг, обеспеченных активами, и облигаций с покрытием.

Отреагировав на пандемийные вызовы 2020 г. формированием финансовых фондов, ЕС в ускоренном порядке приступил к разработке нового инструмента финансового рынка — коронаоблигаций [13, с. 76]. Для оказания финансовой помощи в пандемию ЕЦБ запустил программу экстренного выкупа активов как самостоятельного инструмента неконвенциональной монетарной политики<sup>17</sup>. Эта программа — временная (как минимум до марта 2022 г.), с установленным общим объемом в 1,85 трлн евро<sup>18</sup>.

## ВЫВОДЫ

1. В стратегических целях в монетарной политике по достижению ценовой стабильности все больше

<sup>16</sup> Smaghi L. B. Conventional and Unconventional Monetary Policy (Keynote speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, Switzerland). — The Bank for International Settlements. — April 28, 2009. P. 9. URL: <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>.

<sup>17</sup> Осуществляется параллельно программам выкупа активов 2015 г.

<sup>18</sup> На настоящий момент уже два раза пересматривалась в сторону повышения.

используются инструменты неконвенционального характера, тогда как конвенциональные инструменты направлены прежде всего на регулирование краткосрочных номинальных процентных ставок.

2. Проведенный анализ подтвердил, что в XXI в. отмечается ослабление трансмиссионных каналов банковской системы при передаче импульсов изменений монетарной политики. Так, процентные ставки начинают оказывать слабое влияние при управлении кредитованием экономических агентов из-за отсутствия стимулов привлечения кредитов. И когда регулятор для воздействия на денежную базу посредством широкого канала кредитования управляет ценами залоговых долгосрочных активов, он оказывает слабое воздействие на объемы кредитования. При этом изменение премии за риск также минимальное. Узкий канал кредитования также не приводит к желаемым результатам, поскольку сами объемы кредитования уже сжаты. В условиях низких процентных ставок даже наращивание дополнительных резервов коммерческих банков не окажет стимулирующего воздействия на кредитование.

3. Для преодоления неэффективности традиционных инструментов монетарной политики все больше используются неконвенциональные механизмы, методы и инструменты в виде заявлений о намерениях, количественного смягчения, пролонгированного рефинансирования по долговым инструментам, направленных на управление экстремально низкими или высокими политическими процентными ставками краткосрочного характера.

4. Опыт развитых стран показывает, что при проведении монетарной политики в турбулентных условиях для воздействия на межбанковский рынок вместо коммуникационного инструментария могут использоваться долгосрочные банковские займы под фиксированный процент. В этом случае факторами выбора будут служить степень неопределенности и размер самой ставки. Положительное воздействие на рынок может быть достигнуто проведением аукционов на такие кредиты, поскольку они будут обуславливать снижение степени неопределенности и соответствующей премии за риск.

Наиболее вероятные действия и инструменты в будущем — прогнозы по процентным ставкам и заявления о намерениях центральных банков (в заявлениях о намерениях теперь включаются ожидаемые уровни процентных ставок).

Представляется целесообразным ввиду необходимости совершенствования механизмов и инструментария монетарной политики в целях повышения

ее эффективности в сложных условиях постковидной реальности продолжать анализ влияния неконвенциональных инструментов и механизмов монетарной политики на мировую и национальные экономики и отслеживать национальные вариации их применения, разрабатываемые для конкретных условий, в том числе с учетом финансовой турбулентности на наднациональном уровне.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Бурлачков В.К. Отрицательные процентные ставки как следствие трансформации денежного механизма современной экономики: обзор литературы. *Финансы и кредит*. 2020;26(4):856–873.  
Burlachkov V.K. Negative interest rates as a consequence of the transformation of the monetary mechanism of the modern economy: literature review. *Financy i Kredit*. 2020;26(4):856–873. (In Russ.).
2. Seneca M. Risk shocks and monetary policy in the new normal. *International Journal of Central Banking*. 2020;16(5):185–232.
3. Ulate M. Going negative at the zero lower bound: The effects of negative nominal interest rate. *American Economic Review*. 2021;111(1):1–40.
4. Звонова Е.А., Эскиндаров М.А. и др. Международный кредит. М.: Кнорус; 2019. 432 с.  
Zvonova E.A., M.A. Eskindarov M.A., et al. International credit. Moscow: Knorus, 2019. 432 p. [In Russ.].
5. Brycz M. Keynesian and monetary approach to the liquidity trap — looking for cointegration evidence from 2008 — crisis in the United States. *Journal of International Studies*. 2012;5(2):18–29.
6. Haksar V., Kopp E. Now can interest rates be negative? *Finance and Development*. 2020;57(1):50–51.
7. Adrian T., Laxton D., Obstfeld M., editors. International monetary fund advancing the frontiers of monetary policy. 2018. 297 p.
8. Orlova N.L., Ignatova O.V. (et al.) International economic relations in modern conditions: development guidelines.— Riga: Scientific World, 2021. 220 p.
9. Mertens, T.M., Williams J.C. What to expect from the lower bound on interest rates: evidence from derivatives prices.— FRB San Francisco. 2018. FRB Working Paper 2018–03. DOI: 10.24148/wp2018–03
10. Стародубцева Е.Б., Миронова В.Н. и др. Тенденции инновационного развития мировой экономики. М.: Кнорус; 2021. 198 с.  
Starodubtseva E.B., Mironova V.N. et al. Trends in innovative development of the world economy. Moscow: Knorus; 2021. 198 p. (In Russ.).
11. Amano R., Gnocchi S., Leduc S. Average is good enough: average inflation targeting and the ELB.— FRB San Francisco. 2020. FRB Working Paper 2020–21. DOI: 10.24148/wp2020–21
12. Meier A. Panacea, curse, or nonevent? Unconventional monetary policy in the United Kingdom.— International Monetary Fund. IMF Working Papers. August 2009. 49 p.
13. Хмыз О.В. Коронаоблигации в системе рынка международных облигаций. *Финансовая жизнь*. 2020;(3):74–77.  
Khmyz O.V. Coronabonds in the system of the international bond market. *Finansovaya zhizn*. 2020;(3):74–77. (In Russ.).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

**Ольга Васильевна Хмыз** — кандидат экономических наук, доцент, доцент Департамента мировой экономики и международного бизнеса, Финансовый университет, Москва, Россия  
khmyz@mail.ru

## ABOUT THE AUTHOR

**Olga V. Khmyz** — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Assoc. Prof. of the Department of World Economy and International Business, Financial University, Moscow, Russia  
khmyz@mail.ru

Статья поступила 24.06.2021; принята к публикации 25.08.2021.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was received 24.06.2021; accepted for publication 25.08.2021.

The author read and approved the final version of the manuscript.