

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-129-139
УДК 336.76(045)
JEL F21, F30, C40

Глобальные тенденции монетарной политики в период пандемии COVID-19 и в посткоронавирусной перспективе

О.В. Хмыз

Финансовый университет, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Объект исследования – монетарная политика государств в конце второго – начале третьего десятилетия XXI в. *Предмет исследования* – инструментарий монетарной политики, меняющийся под воздействием внешних факторов.

Цель работы – установление степени эффективности мер монетарной политики развитых стран ввиду того, что многие из них принимались в кризисные 2008–2009 гг. и на общую турбулентность современной мировой политики наложились в настоящее время форс-мажорные факторы, потребовавшие разработки и внедрения новых монетарных механизмов. Основное внимание в статье уделено США как стране, фактически определяющей направление дальнейшего развития мировой экономики несмотря на прогнозы скорой утраты ведущей роли как самого государства, так и его валюты. По результатам анализа *сделаны выводы* об инфляционном влиянии принятых в ковидные времена монетарных мер поддержки национальных экономик и финансовых институтов и предложено активизировать фискальную политику по противостоянию инфляции в сочетании с принятием монетарных мер, поскольку глобализация привела к переплетению взаимного влияния финансового и реального секторов экономик как государств в отдельности, так и мировой экономики в целом. *Сделаны выводы* о том, что если раньше инфляция рассматривалась как негативное явление, сдерживающее прежде всего потребление и инвестиции в производство ввиду снижения количества приобретенных товаров и услуг, то в настоящее время ученые все больше склоняются к необходимости разгона инфляции в качестве стимула накопления.

Ключевые слова: монетарная политика; процентные ставки; своповые линии; корпоративное кредитование; первичный и вторичный рынки; США

Для цитирования: Хмыз О.В. Глобальные тенденции монетарной политики в период пандемии COVID-19 и в посткоронавирусной перспективе. *Экономика. Налоги. Право.* 2023;16(1):129-139. DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-129-139

ORIGINAL PAPER

Global Monetary Policy Trends during the COVID-19 Pandemic and in the Post-Coronavirus Perspective

O.V. Khmyz

Financial University, Moscow, Russia

ABSTRACT

The object of the study is the monetary policy of states at the end of the second – beginning of the third decade of the XXI century. *The subject of the study* is the tools of monetary policy, changing under the influence of external factors. *The purpose of the work* is to establish the degree of effectiveness of monetary policy measures of developed countries due to the fact that many of them were taken during the crisis of 2008–2009. However, at present, force majeure factors have imposed on the general turbulence of modern world politics, which required the development and implementation of new monetary mechanisms. The main attention in the article is paid to the United States as a country that actually determines the direction of further development of the world economy, despite forecasts of the imminent loss of the leading role of both the state itself and its currency. Based on the results of the analysis, *conclusions are drawn* about the inflationary impact of monetary measures taken in covid times to support national economies and financial institutions and it is proposed to intensify fiscal policy to counter inflation in combination with the adoption of monetary measures, since globalization has led to the intertwining of the mutual influence of the financial and real sectors of the economies of both states individually and the world economy as a whole. *Conclusions are drawn* that if earlier inflation was considered as a negative phenomenon, restraining primarily consumption and investment in production due to

© Хмыз О.В., 2023

a decrease in the number of purchased goods and services, now scientists are increasingly inclined to the need to accelerate inflation as an incentive for accumulation.

Keywords: monetary policy; interest rates; swap lines; corporate lending; primary and secondary markets; USA

For citation: Khmyz O.V. Global monetary policy trends during the COVID-19 pandemic and in the post-coronavirus perspective. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2023;16(1):129-139. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-129-139

ВВЕДЕНИЕ

В ведущих странах мира, прежде всего в США и Великобритании, отмечаются рекордные за последние тридцать — сорок лет показатели инфляции¹, вызванные, во-первых, принятием ограничительных мер по борьбе с распространением COVID-19, во-вторых, повышением цен на энергетические товары, в-третьих, проводимой монетарной политикой. И если первые две причины можно отнести к конъюнктурным факторам, то третья причина представляется фундаментальным обстоятельством [1], поскольку принимаемые антиковидные меры носили краткосрочный характер воздействия. Еще в период, последовавший после финансового кризиса 2008–2009 гг., во многих развитых странах происходили качественные и структурные изменения экономики, приводившие в том числе к образованию дефляционной спирали², когда конвенциональные монетарные меры не оказывали воздействия на экономику, и государствам приходилось применять неконвенциональные монетарные инструменты (вплоть до отрицательных значений) [2–4] и норму обязательного банковского резервирования (причем первый механизм считался более действенным).

Поэтому тематике монетарного регулирования в разные годы было посвящено много работ российских [5–7] и зарубежных³ авторов. Однако

проблема верного выбора монетарного инструментария до сих пор актуальна в новых реалиях. Так, апробированное еще на японском рынке в 2001 г. количественное смягчение⁴ во втором десятилетии XXI в. значительно расширило географию своего применения, но не всегда приводило к желаемым результатам.

Неконвенциональные монетарные меры и инструменты предназначаются для борьбы с дефляцией⁵ в условиях, приближенных к нулевым процентным ставкам, и включают:

- количественное смягчение;
- кредитное смягчение;
- контроль кривой доходности;
- сообщения о намерениях.

Все эти меры выражаются преимущественно в накачке банковской системы ликвидностью.

Мягкая (стимулирующая) политика направлена на кредитную экспансию. В (пост)ковидный период центральные банки многих стран проводят жесточайшую монетарную политику⁶ для сдерживания рекордно высоких темпов инфляции [8]. Так, ФРС с 1996 г. поддерживает целевой уровень инфляции в 2% годовых и активно раздавала «вертолетные деньги». Ситуация резко изменилась, когда импор-

M. Monetary policy. In: *Monetary and fiscal strategies in the world economy*. — Springer, Berlin, Heidelberg. 2010; Adrian T., Laxton M. D., Obstfeld M. M. *Advancing the Frontiers of Monetary Policy*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2018. 296 p.

⁴ При котором центральный банк покупает заранее определенное количество государственных облигаций или других финансовых активов с целью вливания денег в экономику для усиления экономической активности. — Прим. ред.

⁵ Bernanke B. S. *Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here*. Washington, D.C.: National Economists Club, 2002. November, 21. URL: <https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-ben-s-bernanke-453/deflation-making-sure-doesn-t-happen-8874>.

⁶ Allen W. A. *Monetary policy and government debt management during the coronavirus pandemic*. *National Institute Economic Review*. 2021;255(1):79–84. DOI: 10.1017/nie.2021.1; Benmelech E., Tzur-Ilan N. *The determinants of fiscal and monetary policies during the COVID-19 crisis*. NBER. 2020. NBER Working Paper 27461. DOI: 10.3386/w27461

¹ Inflation and uncertainty. International Monetary Fund. 2022. October. URL: [https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/07/11/CF-US-Economy-Inflation-Challenge](https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022#:~:text=Inflation%20and%20uncertainty&text=This%20is%20the%20weakest%20growth,to%204.1%20percent%20by%202024;Hodge A. The US Economy’s Inflation Challenge. International Monetary Fund. 2022. July, 12. URL: <a href=).

² De Grauwe P., Ji Y. *Trust and monetary policy*. Australian National University. Centre for Applied Macroeconomic Analysis. 2022. CAMA Working Paper 35/2022. 54 p.

³ Fisher D. *The international setting of monetary policy: U.K. and U.S. perspectives*. In: *Monetary policy*. Macmillan studies in economics. Palgrave, London. 1976. URL: https://doi.org/10.1007/978-1-349-02458-2_6; Carlberg

тируемая инфляция приобрела с 2022 г. глобальный масштаб. И государствам приходится вновь корректировать свою монетарную политику, причем практически однонаправленно, что позволяет делать вывод о проведении ведущими экономистами мира совместной монетарной политики.

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА ЯПОНИИ, ЕС, ШВЕЙЦАРИИ

Практика применения разными странами мер количественного смягчения в целях стимулирования развития экономики не достигала желаемых результатов, как, например, в Японии. Тем не менее использование именно этого механизма современного монетарного регулирования продолжилось, причем не только в развитых государствах, но и в развивающихся странах в надежде на достижение хотя бы некоторых из поставленных целей [9]. Так, в 2015 г. Европейский центральный банк (далее — ЕЦБ) начал выполнять однолетнюю программу количественного смягчения (стоимостью более чем 2,5 трлн евро) в форме выкупа наднациональным регулирующим органом национальных государственных облигаций (ежемесячно на сумму 30 млрд евро) в надежде на то, что за год ситуация улучшится. Однако для достижения запланированных целей выделенного времени оказалось недостаточно. Поэтому с октября 2018 г. ЕЦБ понизил уровень сумм выкупа облигаций до 15 млрд евро и впоследствии интегрировал эту программу в новые программы.

Все же данная программа оказала благоприятное воздействие на экономику ряда стран, которое сводится к временному понижению долговой нагрузки на бюджет (например, в Испании, где отношение государственного долга к ВВП страны, составлявшее в 2014 г. 100%, стало в 2019 г. 95,5%⁷ после продажи части государственного долга ЕЦБ). Однако при этом не были достигнуты запланированные показатели инфляции, хотя объемы производства выросли. Так, общий темп прироста ВВП в зоне евро в 2015–2018 гг. в среднем в год составлял 1–3,5%. Затем эти темпы стали понижаться.

США также активно применяли меры количественного смягчения, но последствия их воздействия на валютный курс национальной денежной единицы отличались от европейских результатов.

При объявлении о возможности проведения количественного смягчения в зоне евро курс этой валюты стал понижаться. Причем не только по отношению к доллару. Следовательно, проводимая монетарная политика привела к ослаблению валюты, обусловившему не только стимулирование экспорта и соответствующее поступление экспортной валютной выручки в страны — экспортеры промышленной продукции, но и к увеличению расходов на импорт. Причем их размеры не были чрезмерными прежде всего из-за значительных объемов внутризональной торговли либо торговли внутри самой группировки⁸.

Национальный банк Швейцарии повысил одним из последних среди ведущих монетарных регуляторов мира политическую ставку процента впервые за последние 15 лет и сразу на 0,5 п.п., что привело к взлету валютного курса швейцарского франка до максимальных значений к евро почти за двухмесячный период 2022 г., приведя к серьезным проблемам на региональном валютном рынке [10, с. 56].

Япония с ее развитой экономикой демонстрирует в течение длительного времени сравнительно низкие темпы экономического роста и инфляции, переходящей в дефляцию. Одной из целей экономической политики страны выдвинута борьба с дефляцией, поскольку в ее условиях участники рынка — потребители и компании откладывают покупки и инвестиции, что может обуславливать незадействование производственных мощностей и снижение темпов экономического роста) [11].

Увеличение в последнее время инфляции (рис. 1) считается аналитиками временным. Банк Японии ожидает в среднесрочной перспективе замедления темпов увеличения потребительских цен по мере снижения мировых цен на энергоносители.

Япония применяла в 2022 г. в качестве приоритетного инструмента монетарной политики контроль за кривой доходности, продолжая придерживаться модели адаптивной монетарной политики. В июне 2022 г. Центральный банк Японии приобрел государственные долговые бумаги на 120 млрд долл. США, т.е. стал практически единственным из центральных банков, который не приступил к массированным выкупам ценных бумаг. Целевой уровень инфляции в Японии установлен в размере 2%, тогда как базовая инфляция в стране равняется 0,8%. Сле-

⁷ Eurostat. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-datasets/-/GOV_10DD_EDPT1.

⁸ Eurostat. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Extra-euro_area_trade_in_goods.

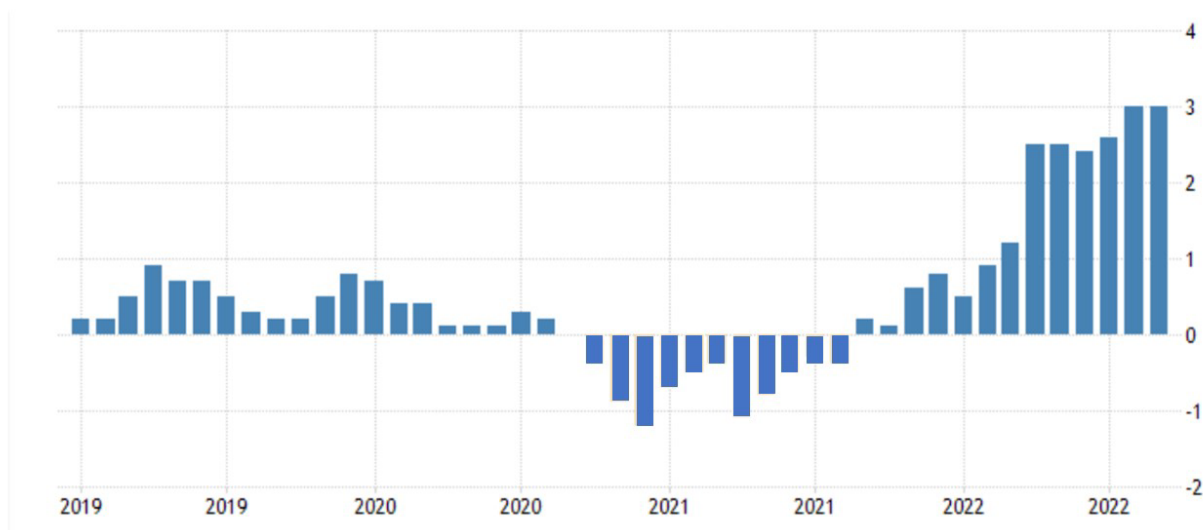


Рис. 1 / Fig. 1. Уровень инфляции в Японии, в % / Japan Inflation Rate, %

Источник / Source: URL: <https://tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi>.

довательно, инфляционное давление меньше, чем в других развитых государствах.

Банк Японии может быть вынужден повысить политическую ставку процента либо под давлением инфляции, либо иных показателей в русле практически повсеместного ужесточения монетарной политики странами мира.

Внешнее влияние предопределяется прежде всего степенями открытости странового счета капитала и рефлексивности процентных ставок, предоставляющих возможности керри-трейда международным спекулянтам. Так, поскольку японская экономика открыта трансгранично перемещаемым капиталам, а доходность облигаций в других странах растет, используемый Банком Японии механизм контроля за кривой доходности (удерживающий ее в диапазоне ± 25 б.п. от нулевой отметки для десятилетних японских государственных облигаций) был протестирован международными инвесторами. Самостоятельно рассчитываемый и устанавливаемый регулятором потолок доходности сдерживает стоимость заимствований в экономике, поддерживая тем самым экономический рост.

Распродажи ценных бумаг с фиксированной доходностью привели к увеличению доходности японских бенчмарков вплоть до верхней границы устанавливаемого Банком Японии диапазона, побудив его приобретать больше облигаций, причем сверхзначительными темпами, способными привести к выкупу едва ли не всего объема эмиссии через год при условии сохранения темпов приобретений

середины 2022 г. При этом Банк Японии продолжал поддерживать целевые показатели, несмотря на давление мирового рынка в сторону дальнейшего повышения уровня процентной ставки.

Открытость платежного баланса Японии означает невозможность одновременного контроля курса иены при одновременном сохранении независимости при проведении национальной монетарной политики.

Фактически Банк Японии придерживается механизма контроля кривой доходности, приобретая необходимое количество облигаций (без ограничений), понижая курс иены.

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА США

В разные периоды деятельности Федеральной резервной системы (далее — ФРС) на первый план выдвигались практика предоставления целевых кредитов (направленных на сдерживание чрезмерных спекуляций), управление денежными агрегатами (в целях сдерживания инфляции), ценовое регулирование и др. Впрочем, занимаясь развитием многих систем, ФРС действует на стабильной основе [12], решая целый спектр экономических проблем начиная с регулирования безработицы и инфляции и кончая изучением общественного мнения, т.е. социальной обстановкой в стране.

Сегодняшний подход ФРС к монетарному регулированию сводится к борьбе с инфляцией и безработицей — двум наиболее важным целям [13],

достигаемым посредством регулирования нормы резервирования, ставки процента, а также проведения кредитных аукционов депозитным организациям по согласованной ставке процента и операций на открытом рынке.

Пандемия коронавируса стимулировала применение не только количественного смягчения, но и других неконвенциональных инструментов.

В конце I квартала 2020 г. монетарные регуляторы развитых стран вернулись к отложенным или приостановленным раундам количественного смягчения. В частности, США использовали полномочия по разделу 13(3) Закона о ФРС⁹, который дает ей право на кредитование компаний, кроме банков, в чрезвычайных ситуациях. Этот нормативный акт был центральным компонентом системы антикризисного реагирования ФРС во время пандемии COVID-19, так же как это было в период глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. Конгрессом было выделено 454 млрд долл. США в рамках выполнения Закона о помощи и экономической безопасности в связи с коронавирусом (CARES¹⁰), принятого 27 марта 2020 г., из которых 195 млрд долл. США предназначались на выполнение четырех программ ФРС.

К взаимодействию с первичными дилерами фондового рынка прибегали ведущие финансовые институты на короткий срок (три месяца) на американском финансовом рынке после кризиса 2008 г., кредитуюсь регулятором по низкой процентной ставке в соответствии с упрощенной программой кредитования первичных дилеров под залог финансовых инструментов, в том числе муниципальных облигаций и коммерческих бумаг. В стрессовых условиях на финансовом рынке эти финансовые институты должны были поддерживать рынок.

При признании пандемии коронавируса триггером финансового рынка инвесторы изымают в кризисных ситуациях наличные со своих счетов и сбрасывают рискованные активы, справедливо опасаясь замораживания средств при их хранении на депозитах и невозможности быстрой продажи имеющихся в наличии ценных бумаг ввиду

⁹ Federal Reserve Act. Section 13. Powers of Federal Reserve Banks. URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>.

¹⁰ Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act. Public Law 116–136. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-15754/pdf/COMPS-15754.pdf>.

«бегства от финансового рынка». В таких условиях у первичных дилеров увеличиваются непродаемые объемы ценных бумаг, препятствующие их использованию в качестве обеспечения (базисных активов) при создании производных финансовых инструментов.

Поэтому ФРС пришлось прибегнуть к экстремному кредитованию¹¹, запросив соответствующее разрешение у Министерства финансов. Поскольку эта программа оказалась практически невостребованной, она закончила свое действие к апрелю 2021 г.

Был возобновлен механизм поддержки ликвидности взаимных фондов денежного рынка¹². Он действовал во время кризиса 2007–2008 гг. Вышеуказанные фонды кредитовали банки, а в залог принимали (преимущественно) коммерческие бумаги и казначейские векселя, т.е. высоколиквидные финансовые инструменты. В начале пандемии коронавируса инвесторы в силу своих опасений изымали средства из взаимных фондов денежного рынка. Для противостояния массовому оттоку средств фондам приходилось расширять предложение собственных паев на рынке, но они оказались в ситуации, когда даже высококачественные и ликвидные инструменты в тот период не пользовались спросом. Такая «экстренная распродажа» ценных бумаг в отсутствие спроса привела к падению их котировок. Последовало закрытие рынков.

Поскольку для обеспечения собственного финансирования предприятиям (в том числе реального сектора) все же требуется ликвидность, ФРС запустила¹³ механизм поддержки ликвидности взаимных фондов денежного рынка на 10 млрд долл. США, предоставляемых из специализированного валютного фонда (чрезвычайного резервного фонда американского Казначейства), для общего улучшения состояния рынка, расширения охвата кредитующихся экономических агентов и обеспечения обязательств взаимных фондов денежного рынка перед их клиентами, в том числе домашними хо-

¹¹ Federal Reserve Act Section 13. Powers of Federal Reserve Banks. URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>.

¹² Federal Reserve Board broadens program of support for the flow of credit to households and businesses by establishing a Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF). 2020. March, 18. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200318a.htm>.

¹³ Federal Reserve Act. Section 13. Powers of Federal Reserve Banks. URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>.

заявлениями, а также для покрытия потенциальных убытков. Эта программа не пользовалась повышенным спросом и была свернута к апрелю 2021 г.

Для стимулирования денежных рынков ФРС активизировала использование соглашений обратного выкупа¹⁴. Вероятные сбои на рынке РЕПО способны оказать влияние на уровень политической ставки процента в США — ставки по федеральным фондам. На программы РЕПО овернайт до пандемии ФРС выделяла 100 млрд долл. США. При сжатии рынка в пандемию коронавируса объем средств был увеличен, а сроки удлинены¹⁵. Для достижения запланированных целей поддержания денежного рынка потребовалось столь значительное расширение программы, что была создана специализированная антистрессовая программа постоянного РЕПО¹⁶ для рынков краткосрочных финансовых инструментов.

Следующим инструментом, использовавшимся в предыдущий кризис, было применение международных своп-линий (*Swap Line*) между ФРС и зарубежными центральными банками, чтобы последние могли в свою очередь обеспечивать долларовыми ресурсами национальные финансовые рынки и их субъектов — прежде всего коммерческие банки. Базисной валютой по таким свопам выступал американский доллар¹⁷. Ведущие центральные банки мира (Японии, Великобритании, Канады и Швейцарии) и до этого пользовались постоянными своп-линиями. В пандемию коронавируса ФРС пролонгировала по ним сроки погашения и понизила ставку процента. Расширением программы стали временные своп-линии с монетарными регуляторами Швеции, Норвегии, Дании, Южной Кореи, Сингапура, Австралии, Новой Зеландии, Мексики и Бразилии. ФРС также понизила процентную ставку по программам дисконтного окна, доведя ее до 0,25%, что ниже, чем во время предыдущего глобального кризиса¹⁸, и пролонгировала сроки кредитов по дисконтному окну с овернайт до трех месяцев. В качестве залогового

инструмента по программе дисконтного окна используется широкий спектр финансовых инструментов (от ценных бумаг до кредитов) и предлагается доступ к наличности в качестве встречного эквивалента. Поэтому эта программа считается для ФРС безрисковой (либо с минимальным уровнем риска). Со своей стороны коммерческие банки, получая ресурсы, имеющие максимальную степень ликвидности, способны удовлетворять депозитные требования вкладчиков и продолжать предоставлять кредиты. Однако, по мнению отдельных банков, прибегание к программе дисконтного окна означает наличие проблем с ликвидностью, что может оттолкнуть их клиентов. Конечно, когда к механизму (инструменту) государственной поддержки прибегают ведущие депозитные (финансово-кредитные) институты, это свидетельствует не об опасениях вкладчиков, а об общей ситуации в финансово-кредитной системе.

Наряду с уже использовавшимися в практике монетарного регулирования механизмами для противостояния кризисным явлениям на финансово-кредитных рынках в 2020 г. ФРС ввела в действие два новых механизма, рассчитанных на корпоративных участников, так же как на депозитные институты, нуждающиеся в ликвидности, — механизмы корпоративного кредитования на первичном рынке и корпоративного кредитования на вторичном рынке.

Механизм корпоративного кредитования на первичном рынке¹⁹ предоставляет ФРС возможность прямого кредитования корпораций путем выдачи займов либо выпуска облигаций. В этом случае предоставлялась полугодовая отсрочка по обслуживанию и погашению долга, не распространявшаяся на корпоративные выкупы либо выплаты дивидендов, поскольку она была нацелена на выполнение обязательств корпораций перед поставщиками и работниками.

Механизм корпоративного кредитования на вторичном рынке²⁰ заключался в приобретении ФРС обращающихся корпоративных облигаций и акций биржевых фондов, инвестирующих в обращающиеся корпоративные облигации (имелось ограничение

¹⁴ Преобладающими по срокам операциями этого типа были однодневные РЕПО.

¹⁵ Historical Repurchase Agreement Operational Details. URL: <https://www.newyorkfed.org/markets/domestic-market-operations/monetary-policy-implementation/repo-reverse-repo-agreements/repurchase-agreement-operational-details>.

¹⁶ Standing Repo Facility. URL: <https://www.newyorkfed.org/markets/repo-agreement-ops-faq>.

¹⁷ Swap Lines FAQs. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/swap-lines-faqs.htm>.

¹⁸ Discount Window Lending. URL: <https://www.federalreserve.gov/regreform/discount-window.htm>.

¹⁹ Primary Market Corporate Credit Facility. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200409a5.pdf>.

²⁰ Secondary Market Corporate Credit Facility. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200409a2.pdf>.

по качеству бумаг — не менее BBB рейтинга). Такая поддержка и даже упорядочение функционирования вторичного рынка должны были способствовать улучшению ситуации также на первичном рынке, расширению доступа корпораций к кредитным инструментам, тем самым поддерживая их коммерческие операции.

Вначале объем механизма корпоративных долговых обязательств был определен в размере 100 млрд долл. США, но с апреля 2020 г. он был расширен до 750 млрд долл. США (из специализированного интервенционного фонда Казначейство выделило 75 млрд долл. США)²¹. К концу 2020 г. по мере выхода американской экономики из пандемии коронавируса Минфином было объявлено о завершении корпоративных кредитных линий, но ФРС посчитала свертывание программы преждевременным ввиду вероятности ухудшения условий (в случае последующих волн распространения инфекции). С июня 2021 г. Федеральный комитет по операциям на открытом рынке приступил к постепенной распродаже корпоративных ценных бумаг из накопленного портфеля механизма вторичного рынка и завершил его в декабре 2021 г.

В целях поддержки малого и среднего бизнеса в апреле 2020 г. была запущена программа кредитования Мейнстрит²², охватывающая не включенные в корпоративные программы предприятия, которая оказалась достаточно успешной и была поэтому расширена.

И, наконец, для мелких предприятий (с годовым доходом не более 5 млрд долл. США или количеством работников не более 15 тыс. чел.) была принята Программа гарантирования заработной платы²³ объемом до 600 млрд долл. США сроком на пять лет по механизмам приоритетных, расширенных и новых кредитов²⁴. Кредиты по этой программе использовались в качестве залога банками, предоставляющими займы предприятиям малого бизнеса. В июне 2020 г. минимальные размеры по механиз-

мам приоритетных и новых кредитов были уменьшены, срок погашения удлинен, а максимальная сумма кредитов повышена.

Согласно Закону о борьбе с коронавирусом²⁵ Казначейством было предоставлено 75 млрд долл. США по трем программам. Лимиты по выкупу акций и дивидендам сохранились, так же как требования к премиям менеджеров. Министерство финансов предлагало закрыть программу в конце 2020 г., но ФРС продлила ее действие до середины 2021 г.

СОВРЕМЕННЫЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ: QUO VADIS

Из рассмотрения монетарных мер по поддержке участников рынка, минимизации последствий ковидного кризиса в развитых странах следует, что монетарная политика имела практически одинаковую направленность — финансовую поддержку, т.е. количественное стимулирование адаптивного характера. Это привело к глобальной инфляции, с которой регуляторы стали бороться ужесточением монетарной политики посредством прежде всего увеличения политической ставки процента.

Так, в пандемийный период Министерство финансов США и ФРС не без взаимных разногласий осуществили ряд мероприятий по поддержанию предприятий разных отраслей. Наряду с известными по кризису 2008 г. программами были реализованы новые программы, а уже работавшие программы — пролонгированы. Усиленная накачка экономики деньгами вылилась в небывалый рост цен (рис. 2), и в 2022 г. США поставили инфляционную проблему «во главу угла»²⁶.

По заявлениям представителей ФРС регулятор будет продолжать рестриктивную монетарную политику и рекомендует центральным банкам других стран «действовать агрессивно» ввиду «неприемлемо высокой инфляции»²⁷. И даже если это решение окажется неправильным, оно все же лучше, чем

²¹ Exchange Stabilization Fund. URL: <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/exchange-stabilization-fund>.

²² Main Street Priority Loan Facility. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200608a2.pdf>.

²³ Paycheck Protection Program Liquidity Facility. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/ppplf.htm>.

²⁴ Federal Reserve Board expands its Main Street Lending Program to allow more small and medium-sized businesses to be able to receive support. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200608a.htm>.

²⁵ Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act. URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-116publ136/pdf/PLAW-116publ136.pdf>.

²⁶ Baker P., Shear M. D. Biden Says Inflation Is His 'Top Domestic Priority' and Lashes Out at G.O.P. Plan. The New York Times. 2022; May: 10.

²⁷ Saphir A. Fed's Mester: with inflation high, better to act "aggressively" // Reuters. 2022. September, 26. URL: <https://www.reuters.com/markets/us/feds-mester-with-inflation-high-better-act-aggressively-2022-09-26>.

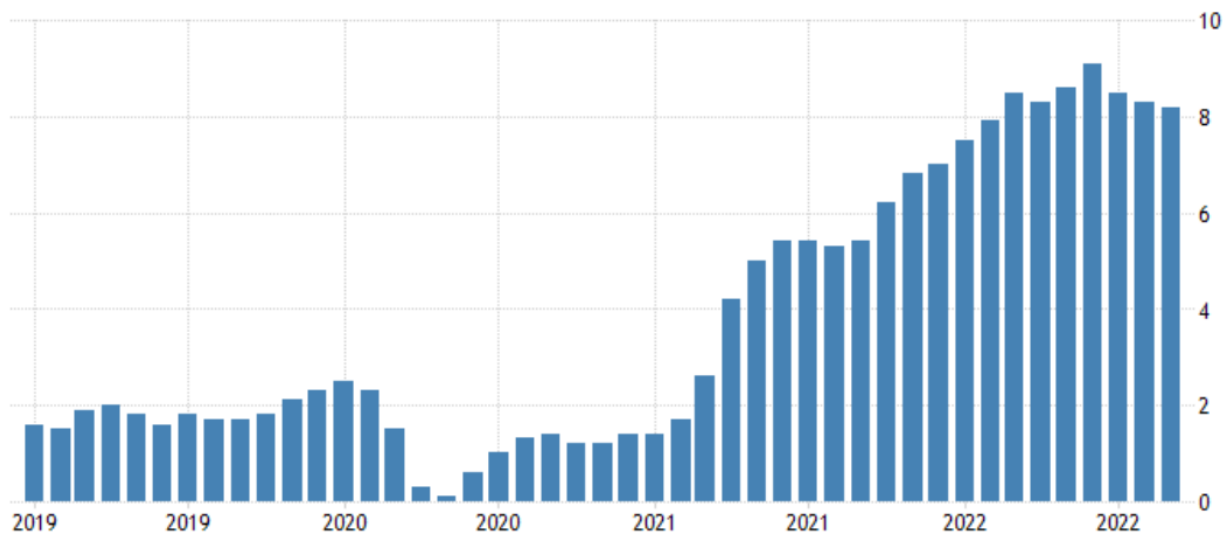


Рис. 2 / Fig. 2. Уровень инфляции в США, в % / United States Inflation Rate, %

Источник / Source: Tradingeconomics. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>.

иные выходы из создавшегося положения. Ведь утверждать о достижении уровнем инфляции пиковых значений можно только при более долгосрочном анализе ее тренда, а к инфляционным ожиданиям следует относиться скептически в силу их изменчивости²⁸.

В сентябре 2022 г. ФРС в третий раз повысила (на 75 б.п.) целевой диапазон ставок по федеральным фондам (до 3,0–3,25%). Скорее всего, повышения ставок продолжатся в целях замедления темпов инфляции, несмотря на возможные последствия в виде роста безработицы. Напомним, что в 2018 г. руководитель ФРС Дж. Пауэлл отменил количественное ужесточение из-за падения фондовых индексов, а после 2020 г. баланс ФРС вырос в два раза на фоне понижения ставок. В марте 2022 г. процентная ставка была увеличена до 0,25–0,5% годовых (т.е. на 25 б.п.). Предшествовавшее повышение было в декабре 2018 г., и оно запустило череду пересмотров. В мае 2022 г. ФРС подняла ставку на 50 б.п., полагая возможным достижение цели по инфляции в 2% при одновременном сохранении устойчивой ситуации на рынке труда.

С 1 июня 2022 г. ФРС начала сбрасывать казначейские, агентские и ипотечные ценные бумаги. В июне и июле 2022 г. ФРС дважды повышала став-

ку по 75 б.п. вплоть до мая 2022 г., когда индексы *National* и *US Financial Conditions* показали смягчение финансовых условий. Однако с пика в августе 2022 г. портфели ценных бумаг американских домашних хозяйств подешевели более чем на 3,5 трлн долл. США к сентябрю 2022 г. Иными словами, падение котировок ценных бумаг также можно рассматривать в качестве инструмента монетарной политики.

Однако проблема состоит в том, что повышением зарплат компенсировать инфляционное обесценение невозможно, поскольку одновременно растут ставки по ипотечным кредитам до максимальных за последние 12 лет значений. Более того, не ясно, на фоне текущего общего роста цен откажутся ли компании от прибыли в виде дополнительных сборов, введенных еще в 2008 г. для борьбы с рецессией. Впрочем, не все эксперты согласны с прогнозами по рецессии²⁹.

Более того, открыт вопрос о продолжительности периода инфляционного давления. Поэтому на фоне глобальных событий Банк Японии ослабит, вероятно, контроль за кривой доходности и расширит целевой диапазон, что увеличит возможности международных инвесторов. Однако в условиях продолжающегося роста процентных ставок это

²⁸ Mester L. J. Inflation, inflation expectations, and monetary policymaking strategy. Federal Reserve Bank of Cleveland. 2022. September, 26. URL: <https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/speeches/sp-20220926-inflation-inflation-expectations-and-monetary-policymaking-strategy>.

²⁹ Bullard: Recession a risk, but more on a global than U.S. basis. Reuters. 2022. September, 27. URL: <https://www.reuters.com/markets/bullard-recession-risk-more-global-than-us-basis-2022-09-27/>; Schneider H. Kansas City Fed's George warns «abrupt» rate changes could strain economy. Reuters. 2022. July, 11. URL: <https://www.reuters.com/markets/us/kansas-city-feds-george-warns-abrupt-rate-changes-could-strain-economy-2022-07-11>.

может привести к дальнейшему понижению курса иены. Конечно, ослабление национальной валюты можно рассматривать в позитивном ключе, однако резкие и значительные по амплитуде колебания валютного курса иены могут стать дестабилизирующим экономику фактором, поскольку фактически регулятор предоставляет посредством поддержания процентных ставок в заранее определенном диапазоне финансирование по заниженным ценам в постоянно обесценивающейся валюте.

Ввиду позиций Японии в мировой экономике столь длительное количественное смягчение может оказывать серьезное воздействие не только на внутривалютный, но и на мировой рынок. Рисками ограничения процентных ставок выступает вероятная инфляция сверх запланированных показателей, т.е. ограничения долгосрочных процентных ставок могут вылиться в чрезмерную инфляцию.

В целях сохранения доверия не рекомендуются резкие смены направления регулирования. Ведь когда регулятор приобретает ценные бумаги, размер денежной массы в обращении увеличивается, а расхождение направлений монетарной политики с другими развитыми странами еще больше ослабляет иену, что в условиях занижения доходности облигаций не дает возможности использовать инструментарий процентной ставки для сдерживания инфляционного обесценивания, т.е. инфляция может выйти из-под контроля и даже создать риски на международном уровне. Ослабление иены может привести к конкурентным девальвациям в регионе, а они — к увеличению стоимости обслуживания долгов, выраженных в американских долларах, т.е. может спровоцировать рост инфляции и привести к повышению дефолтного риска недостаточно кредитоспособных стран.

Еще большие последствия может вызвать риск керри-трейд (*Carry Trade*), когда инвесторы пользуются разницей в процентных ставках по разным валютам. И ряд экспертов³⁰ прогнозируют рецессию.

С одной стороны, в первой половине 2022 г. стратегия коротких позиций по иене и длинных позиций по бразильскому реалу приносила прибыль в 35%.

³⁰ Amemiya A., Dent R. US: staring into the void — a recession is now likely. Nomura. 2022, June. URL: <https://www.nomuraconnects.com/focused-thinking-posts/us-staring-into-the-void-a-recession-is-now-likely/>; Kniazhevich N. Dr. Doom Roubini expects a 'Long, ugly' recession. Bloomberg. 2022, September, 20. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-20/roubini-sees-stocks-sinking-40-us-in-a-long-ugly-recession>.

Риск заключался в возможном развороте. А если доходность облигаций вырастет или иена укрепится, появится риск внезапного сворачивания сделок керри-трейд, и ликвидация используемых активов станет каскадной ввиду повышенной степени их риска, за которой могут последовать паническая распродажа акций, принудительный сброс американских долларов и резкий рост доходности американских облигаций, что повысит риск рецессии.

С другой стороны, в Японии сохраняются неблагоприятные условия (чрезмерная задолженность и манипулирование рынком облигаций) уже довольно длительное время, которые еще не привели к кризису, но и не было форс-мажорного ковидного фактора, способствующего нарастанию рыночной волатильности. По мнению К. Рогоффа, процентные ставки в развитых странах не упадут слишком сильно даже после снижения уровней инфляции³¹.

ВЫВОДЫ

1. При анализе современных особенностей и направлений монетарной политики развитых стран, складывающихся под влиянием пандемии *COVID-19*, выявлена адаптивность монетарной политики, поддерживающей постковидное восстановление. Анализ действий монетарных регуляторов развитых стран, прежде всего США, ЕС и Великобритании, указывает на синхронизированность глобальной монетарной политики, что должно поддержать мировую экономику, несмотря на запаздывающее воздействие на нее монетарных механизмов.

2. В ковидный период действия монетарных регуляторов развитых стран были аналогичны предприняемым ими в период глобального финансово-экономического кризиса 2008 г. мерам и сводились преимущественно к накачке экономики и финансового рынка ликвидностью. Причем по сравнению с предыдущим шоковым периодом объемы программ и механизмов были расширены, так же как их масштабы (охват). В условиях административного сжатия производства (локдаунов) это привело к несрабатыванию механизма схватывания излишней денежной массы товарными поставками.

³¹ Rogoff K. Interest rates aren't going to come down much, even after inflation falls, says Harvard's Ken Rogoff. CNBC. 2022, October, 19. URL: <https://www.cnbc.com/video/2022/10/19/interest-rates-arent-going-to-come-down-much-even-after-inflation-falls-says-harvards-ken-rogoff.html?&recirc=taboolainternal>.

3. В пандемию коронавируса излишние денежные средства превратились в инфляционный навес, а поскольку практически все страны мира использовали схожие подходы к борьбе с пандемией коронавируса и поддержанию национальных экономик, появилась условия для распространения глобальной инфляции. Однако если классики экономической теории нередко рассматривали инфляцию в качестве негативного явления, сдерживающего прежде всего потребление (ввиду удорожания товаров и услуг и отставания реальных располагаемых доходов населения от роста цен) и сдерживающего инвестиции в производство (реальный сектор) ввиду снижения количества приобретения товаров и услуг, то современные представители экономической мысли все больше склоняются к мнению о необходимости разгона инфляции в качестве стимула накопления. Поэтому развитые страны

борются с дефляцией, в том числе при помощи «вертолетных денег».

4. Для оптимизации влияния монетарной политики на экономику в части стабилизации экономического роста и сдерживания чрезмерной инфляции перспективным представляется принятие мер по обеспечению органичного сочетания корректирующих монетарных и стимулирующих фискальных мер, а также использование информационных технологий, прежде всего искусственного интеллекта [14, с. 101] и блокчейна [15, с. 73–74], в различных сегментах финансового рынка, доказавших свою эффективность, несмотря на сравнительно короткий период их использования. Конечно, наряду с преимуществами у этих технологий отмечаются серьезные недостатки, следовательно, имеется широкое пространство для дальнейших научных разработок в указанной сфере.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. 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
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
2. Ulate M. Going negative at the zero lower bound: The effects of negative nominal interest rate. *American Economic Review*. 2021;111(1):1–40.
3. 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.).
4. Чиждова М.К. Отрицательная процентная ставка: современное восприятие. *Финансовая экономика*. 2021;6:252–256.
Chizhova M.K. Negative interest rate: modern perception. *Finansovaya ekonomika*. 2021;6:252–256. (In Russ.).
5. Шенгелевич И.Х., Лукашенко И.В. Основные особенности монетарной политики ЦБ РФ, Великобритании, США и Австралии. *Московский экономический журнал*. 2021;6:167–174.
Shengelevich I.K., Lukashenko I.V. The main features of the monetary policy of the central bank of the Russian Federation, Great Britain, the USA and Australia. *Moskovskij ekonomicheskij zhurnal*. 2021;6:167–174. (In Russ.).
6. Чиждова М.К. Фундаментальные основы формирования ставки процента. *Экономика и предпринимательство*. 2021;5:1241–1244.
Chizhova M.K. Fundamentals of the interest rate formation. *Ekonomika i predprinimatel'stvo*. 2021;5:1241–1244. (In Russ.).
7. Мандрон В.В., Дудина А.Г. Политика таргетирования инфляции как инструмент монетарной политики национального банка. *Экономика. Социология. Право*. 2022;26(2):14–18. DOI: 10.22281/2542–1697–2022–01–02–14–18
Mandron V.V., Dudina A.G. inflation targeting policy as a monetary policy tool of the national bank. *Ekonomika. Sotsiologiya. Pravo*. 2022;26(2):14–18. (In Russ.). DOI: 10.22281/2542–1697–2022–01–02–14–18
8. Картаев Ф., Леденева Е. Прозрачность монетарной политики и успешность инфляционного таргетирования. *Экономическая политика*. 2021;16(6):8–33.

- Kartaev P.S., Ledneva E. Ye. Transparency of monetary policy and success of inflation targeting. *Ekonomicheskaya politika*. 2021;16(6):8–33. (In Russ.).
9. Christelis D., Georgarakos D., Jappelli T., van Rooij M. Trust in the central bank and inflation expectation. European Central Bank. 2020. European Central Bank Working Paper Series. No. 2375. 37 p.
 10. Шмелев В. В. Денежно-кредитные факторы глобальной нестабильности. *Финансовый вестник*. 2013;9:50–58.
Shmelev V.V. Monetary drivers of global instability. *Finansovyj vestnik*. 2013;9:50–58. (In Russ.).
 11. Bindseil U., Fotia A. Conventional monetary policy. In: Introduction to Central Banking. Springer, Cham. 2021:29–51. DOI: 10.1007/978-3-030-70884-9_3
 12. Browne L.E. The evolution of monetary policy and the Federal Reserve System over past thirty years. *New England Economic Review*. 2001;1–2:3–10.
 13. Rotemberg J.J. Shifts in US federal reserve goals and tactics for monetary policy: a role for penitence? *Journal of economic perspectives*. 2013;27(4):65–86.
 14. Алексеева С. А. Искусственный интеллект в инвестиционно-финансовых процессах и моделях. *Финансовая жизнь*. 2022;3:100–103.
Alekseeva S.A. Artificial intelligence in investment and financial processes and models. *Finansovaya zhizn*. 2022;3:100–103. (In Russ.).
 15. Хмыз О.В., Сергеева Н. В., Прудникова А. А. Блокчейн технологии в валютно-финансовой архитектуре. *Финансовая жизнь*. 2022;3:72–76.
Khmyz O.V., Sergeeva N.V., Prudnikova A.A. Blockchain technologies in monetary and financial architecture. *Finansovaya zhizn*. 2022;3:72–76. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR

Ольга Васильевна Хмыз — кандидат экономических наук, доцент, доцент департамента мировой экономики и международного бизнеса, Финансовый университет, Москва, Россия

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

<https://orcid.org/0000-0003-4178-8677>

khmyz@mail.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила 23.10.2022; принята к публикации 22.01.2023.

Автор прочтала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was received 23.10.2022; accepted for publication 22.01.2023.

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