ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ

CC BY 4.0

DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-1-41-54
УДК 336.027(045)
JEL G28

Трансформация монетарной политики государств в период глобальной пандемии

М.М. Кудинова
Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова РАН, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Цель исследования — оценка масштабов, эффективности и ключевых инструментов монетарной политики развитых и развивающихся стран в период первой волны пандемии COVID-19. **Методологической основой** исследования стали отчеты центральных банков стран, участвующих в выборке, о проведении ими монетарной политики, а также материалы международных организаций и участников финансового рынка. Автор оценил масштабы финансовой поддержки экономики со стороны центральных банков крупнейших развитых и развивающихся стран в период кризиса, включая размеры и долю количественного смягчения в общем ее объеме. Выделены и охарактеризованы основные группы мер монетарной политики стран в период пандемии COVID-19. Выявлены отличия между денежной политикой развитых и развивающихся стран в период пандемии коронавируса. Показано, что в развитых странах центральные банки оказали более высокие объемы прямой помощи. Определено различие в инструментарии монетарной политики: в развивающихся странах использованы традиционные методы денежно-кредитной политики, а в развитых странах отмечено широкое использование нетрадиционного инструментария, прежде всего — количественного смягчения. Дана предварительная оценка эффективности денежной политики таких стран, как Китай и Россия. Сделан **вывод**, что последствиями проводимой в 2020 г. развитыми странами монетарной политики может стать длительная стагнация в данных странах и быстрое восстановление развивающихся рынков за счет притока на них спекулятивного капитала из развитых стран. Представлен прогноз общего вектора монетарной политики стран после завершения пандемии COVID-19 и определяющих его факторов. Беспрецедентные масштабы прямой финансовой поддержки экономик со стороны центральных банков развитых стран в 2020 г., прежде всего благодаря денежной эмиссии, оказали позитивное влияние на экономическую конъюнктуру в данных странах в краткосрочной перспективе, однако долгосрочные последствия подобной политики требуют дальнейших исследований.

Ключевые слова: денежно-кредитная (монетарная) политика; пандемия коронавируса; агрессивное смягчение; нетрадиционные инструменты денежной политики; количественное смягчение

Для цитирования: **Кудинова М.М. Трансформация монетарной политики государств в период глобальной пандемии. *Финансы: теория и практика.* 2022;26(1):41-54. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-1-41-54**

ORIGINAL PAPER

Monetary Policy Transformation of Major Central Banks During the COVID-19 Pandemic

M.M. Kudinova
Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Moscow, Russia

ABSTRACT

The paper **aims** to assess the scope, effectiveness and key instruments of monetary policy in advanced and emerging markets during the first wave of the COVID-19 pandemic. **The methodological basis** of the study was the reports of the central banks of the sample countries and the data of international organizations and financial market participants on monetary policies. The author assesses the scope of financial support for the economy by the central banks of the largest advanced and emerging markets during the crisis, including the size and share of quantitative easing in its total volume. The study identifies and characterizes the main groups of monetary policy measures during the COVID-19 pandemic, and also shows the monetary policy differences of advanced and emerging economies during the pandemic. The paper highlights larger direct financial support from the central banks of advanced countries. The difference in monetary policy instruments is that advanced economies use traditional monetary policy measures while emerging economies widely apply unconventional monetary policy instruments, primarily quantitative easing. The article presents a preliminary assessment of the effectiveness of monetary policy in China and Russia. The author

© Кудинова М.М., 2022

concludes that the consequences of the monetary policy pursued by advanced countries in 2020 may lead to long-term stagnation in these countries and the rapid recovery of emerging markets due to the inflow of speculative capital from advanced countries. The study provides a post-pandemic forecast of the general direction of monetary policy and its driving factors. Enormous direct financial support, primarily through quantitative easing, from the central banks of advanced countries in 2020 had a positive impact on the economy in the short run, but the long-term consequences of such policies require further research.
Keywords: monetary policy; COVID-19 pandemic; ultra-accommodative monetary policy; unconventional monetary policy tools; quantitative easing

For citation: **Kudinova M.M. Monetary policy transformation of major central banks during the COVID-19 pandemic. *Finance: Theory and Practice.* 2022;26(1):41-54. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-1-41-54**

ВВЕДЕНИЕ

Глобальная пандемия коронавируса, ставшая очевидной в марте 2020 г., привела к наиболее сильному со времен Второй мировой войны обострению ситуации в мировой экономике и на мировом финансовом рынке (повсеместному падению цен на акции, увеличению спредов доходностей по облигациям, росту стоимости заимствований, обвалу мировых цен на нефть, девальвации национальных валют по отношению к доллару США и т.п.).

Согласно оценкам Мирового банка, падение ВВП в мире в 2020 г. составило 4,3% (что является самой сильной глобальной рецессией за последние 150 лет, за исключением периодов Великой депрессии и двух мировых войн[1]), несмотря на беспрецедентный объем государственной помощи мировой экономике. Только за первые два месяца пандемии правительства в мире потратили 10 трлн долл. США для облегчения последствий COVID-19, что в 3 раза превышает объемы государственной поддержки в период глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. [1, p. 2].

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН В ПЕРИОД ПАНДЕМИИ

Первым оперативным ответом государств на экономические последствия распространения коронавируса стали меры монетарной политики первоначально через крупные вливания ликвидности на финансовые рынки (в большинстве стран с марта 2020 г.). За ними последовали иные меры, которые можно охарактеризовать как чрезвычайные — по объемам помощи, по широте задействованных инструментов, по оперативности их принятия. Возможно, благодаря этому конъюнктура финансовых рынков начала стабилизироваться уже начиная с апреля 2020 г., и в целом реакция финансовых рынков на COVID-19 оказалась более мягкой в сравнении с масштабами экономических последствий (сокращением производства, увеличением уровня безработицы и т.п.). Так, стандартное отклонение индекса глобальных финансовых условий от среднего с 1995 г. значения в марте 2020 г. увеличилось до 3,8 (с отрицательного уровня, свидетельствующего о благоприятной конъюнктуре на финансовых рынках к началу 2020 г.); при этом в период глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. значение индекса доходило до 6,7[2].

Общим вектором денежно-кредитной политики государств в период пандемии стало ее оперативное агрессивное смягчение — в целях обеспечения устойчивого функционирования валютных и финансовых рынков и бесперебойного кредитования экономик стран. Объемы данного смягчения в мире оцениваются в 11 трлн долл. США [12,5% (!) мирового ВВП в 2019 г.] только за первые три месяца широкого распространения вируса (середина февраля — середина мая 2020 г.) [1, p. 6].

Вместе с тем наблюдались значительные отличия между денежно-кредитной политикой развитых и развивающихся стран: как в масштабах финансовой помощи экономике со стороны центральных банков, так и в предпочитаемых инструментах монетарной политики (*табл. 1*).

Данные *табл. 1* свидетельствуют о беспрецедентно высоких объемах финансовых вливаний в экономику центральными банками развитых стран и о высокой доли использования ими такого нетрадиционного инструмента монетарной политики, как покупка государственных и корпора-

[1] Global Economic Prospects: A World Bank Group Flagship Report. World Bank Group; January 2021. P. 3. URL: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34710/ (дата обращения: 17.01.2022).

[2] Monetary Policy Report. The Bank of England, Monetary Policy Committee; August 2020. P. 22. URL: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2020/august/monetary-policy-report-august-2020/ (дата обращения: 17.01.2022).

Таблица 1 / Table 1

Заявленные объемы прямой финансовой поддержки экономики со стороны центральных банков стран в период первой волны (до осени 2020 г.) коронавируса (в % от объема ВВП данных стран в 2019 г.) / Declared direct financial support to economy from central banks during the first wave (up to the 2020 fall) of the COVID-19 pandemic (as % of national GDP in 2019)

США / USA	ЕС / EU	Китай* / China*	Япония / Japan	Великобритания / UK	Германия / Germany	Индия* / India*	Бразилия* / Brazil*	Россия* / Russia*	ЮАР* / South Africa*
Объемы прямой финансовой поддержки экономики со стороны центрального банка, в % от объема ВВП 2019 г.:									
48,0	25,4	6,1	47,1	33,7	19,6	3,7	5,8	1,1	2,1
Ожидаемый экономический эффект (высвобождение финансовых ресурсов) от смягчения регулятивных требований к финансовым институтам (снижения резервных требований, требований к капиталу и др.), в% от объема ВВП 2019 г. (для развивающихся стран):									
		1,8				1,3	8,7	0,2	н/д
Доля количественного смягчения в общем объеме прямой финансовой поддержки,%:									
22,4	42,3	0	43,6	97,6	0	3,7	0	0	23,1

Примечание / Note: * — для развивающихся стран отмечен также ожидаемый экономический эффект (высвобождение финансовых ресурсов) от смягчения регулятивных требований к финансовым институтам (снижения резервных требований, требований к капиталу и др.).

Источник / Source: США / USA — Monetary Policy Report Submitted to the USA Congress on June 12, 2020, Pursuant to Section 2B of the Federal Reserve Act; Европейский союз / European Union — The ECB's Monetary Policy Response to the COVID-19 Crisis. The European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, Briefing; Updated July 17, 2020; Китай / China — China Monetary Policy Report Q1 2020. The People's Bank of China, Monetary Policy Analysis Group; May 10, 2020. 61 p.; China Monetary Policy Report Q2 2020. The People's Bank of China, Monetary Policy Analysis Group; August 6, 2020. 59 p.; Япония / Japan — Monetary Policy Releases 2020: from January 21, 2020 to September 17, 2020. Bank of Japan. URL: http://www.boj.or.jp/en/ (дата обращения: 17.09.2020) / (accessed on 17.09.2021); Германия / Germany — COVID-19: Crisis Resilience Made in Germany. Deutsche Bank Research; June 10, 2020; Индия / India — COVID-19 Related Measures: Press Releases: from March 3, 2020 to September 7, 2020. Reserve Bank of India. URL: https://www.rbi.org.in/ (дата обращения: 17.09.2020) / (accessed on 17.09.2021); Великобритания / Great Britain — Monetary Policy Report. The Bank of England, Monetary Policy Committee; August 2020. 53 p.; Бразилия / Brazil — Financial Stability Report. Vol. 19, no. 1. Banco Central do Brasil; April 2020. 80 p.; COVID-19 in Brazil: Impacts and Policy Responses. The World Bank; June 2020. 136 p.; Brazil's Policy Responses to COVID-19. Ministerio da Economia; Updated on April 7, 2020. 4 p.; Россия / Russia — Сводные данные о реализации мер по ограничению пандемии коронавирусной инфекции (по состоянию на 11.09.2020 17:04). Банк России; 2020. 61 с. / Measures of the Bank of Russia to Mitigate the Effects of the Coronavirus Pandemic as to 11.09.2020 17:04. The Bank of Russia; 2020. 61 p. (In Russ.). URL: https://www.cbr.ru/info_2020/ (дата обращения: 11.09.2020) / (accessed on 11.09.2021); Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов. Центральный банк Российской Федерации, 2020. 157 с. / Monetary Policy Guidelines for 2021–2023. The Bank of Russia, 2020, 157 p. (In Russ.). URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2021_2023/ (дата обращения: 22.01.2021) / (accessed on 22.01.2021); ЮАР / South Africa — Our Response to COVID-19: Statements on the Monetary Policy — 2020. South African Reserve Bank. URL: https://www.resbank.co.za/ (дата обращения: 22.09.2020) / (accessed on 22.09.2021); Economic Relief Measures During COVID-19. Republic of South Africa Government; 2020. 12 p. Все страны / All Countries — Police Responses to COVID-19: Policy Tracker. International Monetary Fund. URL: https://www.imf.org/ (дата обращения: 17.09.2020) / (accessed on 17.09.2021); COVID-19 Market Updates: Monetary Policy. International Capital Market Association. URL: https://icmagroup.org/ (дата обращения: 17.09.2020) / (accessed on 17.09.2021); Annual Economic Report. Bank for International Settlements; June 2020. 118 p.; COVID-19: Key Measures Taken by Governments and Central Banks. BNP Paribas Group Economic Research; June 15, 2020. 38 p. URL: https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=38920/ (дата обращения: 22.09.2020) / (accessed on 22.09.2020).

Примечание / Note: Методология расчета. Объем прямой финансовой поддержки экономики со стороны центрального банка страны рассчитан автором путем суммирования объемов финансовых ресурсов, заявленных центральным банком по каждому из задействованных для борьбы с последствиями коронавируса инструменту денежно-кредитной политики, предполагающему выделение финансовых ресурсов участникам финансового рынка, компаниям и домохозяйствам (через количественное смягчение, поддержку ликвидности финансовых институтов, осуществление валютных интервенций, реализацию целевых программ финансовой помощи экономическим субъектам, в том числе через покупку их ценных бумаг, и т.п.). Объемы предоставленных госгарантий и прочих косвенных мер поддержки, высвобождающих финансовые ресурсы у финансовых институтов, в расчет прямой финансовой поддержки не включены.

Период расчета. С начала осуществления центральным банком страны помощи в рамках борьбы с последствиями COVID-19 (для большинства стран — с марта 2020 г., в Китае — с января 2020 г.) до середины сентября 2020 г.

Точность расчетов. Данные таблицы могут содержать погрешности в расчете точных цифр размеров финансовой помощи экономикам со стороны центральных банков в силу недоступности ряда данных по отдельным направлениям проводимой странами денежно-кредитной политики.

тивных ценных бумаг [количественное смягчение (Quantitative Easing — QE)].

Масштабы поддержки развивающимися странами своих финансовых и валютных рынков были намного более скромными и традиционными по инструментарию денежно-кредитной политики — с большим акцентом на использование косвенных методов регулирования количества денежной массы: высвобождение финансовых ресурсов и увеличение объемов кредитования экономики достигалось через снижение ключевой и иных процентных ставок и ослабление регулятивных требований к финансовым институтам (снижения требований к капиталу, ликвидности, уровню финансового рычага, резервных требований и т.п.).

Вместе с тем в период пандемии наблюдались и универсальные меры поддержки экономики, использовавшиеся центральными банками подавляющего большинства как развитых, так и развивающихся стран. Такими мерами стали снижение ключевой и иных процентных ставок; поддержка ликвидности финансовых институтов (как целевая, так и несвязанная); ослабление регулятивных мер к участникам рынка, способствующее высвобождению у них финансовых ресурсов для кредитования экономики. Многие страны также обеспечили оказание прямой финансовой поддержки пострадавшим от кризиса отраслям/видам бизнеса.

Наблюдаемые различия между развитыми и развивающимися странами объясняются во многом фазой экономического цикла, на которой находились данные страны к началу пандемии, и проводимой в них денежно-кредитной политикой. Развитые страны после глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. испытывали проблемы с ростом их экономик и продолжали осуществление стимулирующей денежно-кредитной политики, подойдя к 2020 г. с замедляющимися темпами роста ВВП, низкой или снижающейся инфляцией и очень низкими процентными ставками. В данных условиях потенциал для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики с использованием ее традиционного арсенала оказался этим странам фактически недоступен.

Развивающиеся страны в условиях замедления роста мировой экономики также осуществляли смягчение денежно-кредитной политики, но в данных странах уровень процентных ставок и инфляции оставался на достаточно высоком уровне, и потенциал традиционных методов смягчения монетарной политики оставался не полностью растраченным.

ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН В ПЕРИОД ПАНДЕМИИ

Рассмотрим подробнее основные группы мер денежно-кредитной политики стран в период пандемии COVID-19.

1. Значительное снижение центральными банками стран процентных ставок:

1.1. Ключевой процентной ставки развитыми странами [в США и Великобритании ключевая ставка центрального банка в марте 2020 г. снижена практически до нуля; в Европейском союзе (ЕС) ключевые краткосрочные процентные ставки оставлены без изменения только в силу их близости к нулю или уходу в отрицательную область на начало кризиса; в Японии ставка составляет –0,1%] и многими развивающимися странами, например Индией, Бразилией (уровень ключевой ставки Selic был снижен до исторически минимального уровня в 2%), ЮАР (ключевая ставка понижена с 6,25 до 3,5%), Россией (уровень ключевой ставки снижен с 6% до исторического минимума 4,25%), Аргентиной, Мексикой, Турцией и др.

1.2. Иных ставок: стоимости краткосрочного и долгосрочного фондирования финансовых институтов центральным банком, в том числе через операции рефинансирования; процентов по обязательным/избыточным резервам финансовых институтов в центральном банке и др.

Снижение процентных ставок стало наиболее распространенным инструментом монетарной политики как развитых, так и развивающихся стран в 2020 г. Вследствие более высокого уровня ключевых ставок в развивающихся странах в сравнении с развитыми на начало пандемии данный инструмент денежно-кредитной политики использовался первыми более активно, и процент снижения был выше в странах с более высоким уровнем ключевой ставки.

Как отмечалось ранее, проблема развитых стран заключалась в том, что, подойдя к кризису уже с очень низкими процентными ставками, они были чрезвычайно ограничены в возможностях традиционной монетарной политики для оживления экономики. Снизив ставки до значений, близких к нулю, и не решившись понизить их до отрицательных значений (негативные ставки подрывают прибыльность финансовых институтов и ослабляют финансовую систему страны), у центральных банков США, ЕС, Японии, Великобритании фактически не оставалось выбора, кроме начала очередного раунда количественного смягчения (особенно учитывая

беспрецедентный характер экономического спада, вызванного распространением коронавируса в мире), подробнее см. [2].

2. Запуск/наращивание практически всеми развитыми странами такого нетрадиционного инструмента денежно-кредитной политики, как количественное смягчение в условиях невысокой эффективности традиционных инструментов монетарной политики в связи с достижением многими странами «эффективной нижней границы» процентных ставок (см. п. 1).

Объемы действующих и кризисных программ покупки активов (государственных, ипотечных, корпоративных ценных бумаг) в США составляют 3,1 трлн долл., в ЕС — около 2 трлн евро, в Японии — более 120 трлн иен (1,1 трлн долл.), в Великобритании — около 900 млрд фунтов стерлингов[3]. Крупные программы QE осуществляются также центральными банками Канады и Австралии.

Интересно, что в отдельных развивающихся странах на начало пандемии также была достигнута нижняя граница ключевой процентной ставки и начаты/продолжены программы покупки активов (Израиль, Польша, Чили, Южная Корея). Исключительным случаем стала Индонезия, центральный банк которой временно перешел на монетарное финансирование государственного бюджета. Однако в целом на формирующихся рынках данный инструмент денежно-кредитной политики использовался не активно, и программы QE в случае их осуществления ограничивались покупкой государственных ценных бумаг[4] (центральные банки развитых стран покупали и корпоративные бумаги). Если в целом на развивающихся рынках масштабы QE составили 0,2–2,8% ВВП, то в развитых странах балансы центральных банков в первые месяцы пандемии выросли намного сильнее: например, по 4-м крупнейшим развитым рынкам (США, ЕС, Япония и Великобритания) — на 8–15% за март-июнь 2020 г.[5]

В целом в мире глобальные покупки финансовых активов в рамках количественного смягчения в 2020 г. только со стороны США, ЕС, Великобритании и Японии превысили 5 трлн долл.[6]

Масштабы помощи функционированию финансовых рынков через количественное смягчение со стороны наиболее развитых стран настолько беспрецедентны, что привели к конфликту в Европейском союзе[7]. Объемы и распределение средств на QE среди стран — членов ЕС вызвали протест Германии и приостановление участия немецкого центрального банка в европейской программе покупки финансовых активов[8].

В США размеры количественного смягчения превзошли по размерам размеры предыдущих раундов QE, включая — на 80% — масштабы самого крупного количественного смягчения, осуществлявшегося в период глобального финансового кризиса 2008–2009 гг.[9]

В развивающихся странах данный нетрадиционный инструмент монетарной политики использовался слабо (в том числе в условиях эффективности использования снижения процентных ставок для стимулирования кредитования экономики): в ряде стран объемы QE были невысокими (Китай, Индия, ЮАР), в некоторых QE не осуществлялось совсем (Бразилия, Россия).

При этом в Бразилии, например, в мае 2020 г. были утверждены поправки в конституцию, разрешающие использование QE как инструмента монетарной политики: центральному банку была предоставлена временная возможность (до конца 2020 г.) покупки государственных облигаций на первичном рынке, а также корпоративных облига-

[3] По состоянию на март 2021 г.

[4] Исключения: центральные банки Венгрии и Колумбии, покупавшие также ипотечные облигации и облигации банков, и центральный банк Чили, осуществлявший покупки исключительно банковских облигаций.

[5] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов. Центральный банк Российской Федерации; 2020. С. 114.

[6] Global Economic Prospects: A World Bank Group Flagship Report. World Bank Group; January 2021. P. 175.

[7] Масштабы количественного смягчения в ЕС в 2015–2018 гг.— 2,6 трлн евро (3 трлн долл.), т.е. 0,65 млрд евро в год, в 2020 г. за один год — 1,47 трлн евро.

[8] Опираясь на существование запрета оказания денежного финансирования, предусмотренного статьей 123 Договора о функционировании Европейского союза, Германия в мае 2020 г. приостановила свое участие в программе покупки государственных бумаг (Public Sector Purchase Programme — PSPP), указав на превышение Европейским центральным банком (ЕЦБ) своих полномочий и непропорциональность оказываемой поддержки (скупка ЕЦБ государственных ценных бумаг стран — участниц еврозоны осуществляется пропорционального доле национальных центральных банков в капитале ЕЦБ). Данный протест, вместе с тем, не был распространен на осуществляемую ЕЦБ покупку финансовых активов в рамках Кризисной программы покупки активов (Pandemic Emergency Purchase Programme — PEPP), запущенной в ЕС во второй половине марта 2020 г.

[9] В США размеры QE 1 (2008–2010 гг.) — 1,725 трлн долл., QE 2 (2010–2011 гг.) — 850–900 млрд долл., операция «Твист» (2011–2012 гг.) — 667 млрд долл., QE 3 (2012–2014 гг.) — 1,14 трлн долл. Размеры текущего раунда QE (на март 2021 г.) — 3,1 трлн долл. Только за один месяц ФРС купил государственных облигаций более чем на 1 трлн долл. (!) [Annual Economic Report. Bank for International Settlements; June 2020. P. 38].

ций с международным рейтингом не ниже BB — на вторичном рынке. Однако вследствие инфляционных и долговых рисков центральный банк объявил о том, что прибегнет к данному инструменту денежно-кредитной политики только после исчерпания потенциала традиционных методов монетарной политики для поддержки экономики страны.

Целесообразность и препятствия в осуществлении QE развивающимися странами

Количественное смягчение, использование которого центральными банками развитых стран является во многом вынужденной мерой, предлагается рядом ученых обоснованным к использованию в условиях пандемии коронавируса в развивающихся странах при соблюдении ряда условий: поддержание плавающего валютного курса, умеренные инфляционные ожидания и государственный долг, выраженный в национальной валюте. В условиях бегства капиталов из развивающихся стран QE мог бы ослабить давление на рынок долговых ценных бумаг, особенно в странах с высокой долей иностранных инвесторов на фондовом рынке (снижая стоимость заимствований для всей экономики), и обеспечить эффективное денежное финансирование бюджетного дефицита, предотвращая стагнацию в экономике (подробнее см. [3]).

Более того, опыт использования количественного смягчения тринадцатью развивающимися рынками в период пандемии коронавируса (многие страны сделали это впервые: Индия, Корея, Филиппины, Польша, Турция, ЮАР) свидетельствует:

1. Об успешности данных программ в восстановлении доверия инвесторов к финансовому рынку (снижении доходностей долгосрочных облигаций, стабилизации валютного курса).
2. Об отсутствии роста инфляционных ожиданий (в том числе в силу ограниченного объема масштабов денежных эмиссий) [4].

Вместе с тем следует понимать, что развивающиеся страны более ограничены в инструментах монетарной политики, в том числе и в осуществлении новых эмиссий, в сравнении с развитыми странами в силу ряда факторов, прежде всего рисков ослабления валютного курса и сопутствующего роста инфляции. Данный риск особенно высок в случае значительного присутствия иностранных инвесторов на внутреннем рынке облигаций (особенно в условиях низкой их толерантности к снижению доходностей на формирующихся рынках). Кроме этого, финансовые рынки развивающихся стран менее капитализированы, что ограничивает масштаб вмешательства центрального банка в рыночные механизмы их функционирования.

Не следует забывать и о существовании значительных отрицательных последствий количественного смягчения: искажения кривой доходности и ценообразования на финансовых рынках, включая формирование пузырей на финансовых рынках (оседание денег в финансовом секторе вместо реального сектора экономики и домохозяйств), роста задолженности в экономике (и кредитных рисков), инфляционных рисках, подрыва рыночной дисциплины, рисков политического вмешательства в денежно-кредитную политику.

Оценка последствий QE для развитых и развивающихся стран (опыт прошлых лет)

Количественное смягчение, осуществлявшееся развитыми странами в период глобального финансового кризиса 2008–2009 гг., сыграло позитивную роль и помогло избежать финансового коллапса как развитым, так и развивающимся странам. Однако в более длительной перспективе на фоне экономического роста развивающихся стран в странах, осуществлявших QE, продолжались экономическая стагнация и слабая динамика финансовых рынков, для оживления которых потребовались новые раунды количественного смягчения. Другими словами, в развитых странах наблюдается усиливающаяся тенденция роста зависимости их экономического благополучия от стимулирования экономической активности со стороны государства, несостоятельности рыночных механизмов функционирования экономики.

QE со стороны развитых стран несет значительные риски и для развивающихся стран, поскольку приводит к резкому притоку спекулятивного капитала на их финансовые рынки, приносящие более высокие доходности. Порядка 40% прироста денежной массы в США в период QE, осуществлявшегося во время глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. (QE 1), превратилось в отток капитала [5].

Это может приводить к образованию на фондовых рынках развивающихся стран пузырей, повышению волатильности их валютных курсов, формированию избыточного долгового бремени компаний, инфляционного давления, а также вызывать масштабные финансовые потрясения при резком оттоке капитала иностранных инвесторов. Поэтому политика количественного смягчения развитых стран неоднократно критиковалась странами БРИКС.

3. Предоставление центральным банком ликвидности финансовым институтам:

3.1. Несвязанная поддержка:

3.1.1. Значительное увеличение объемов[10], доступности (через расширение состава обеспечения) и частоты проведения операций рефинансирования центральным банком финансовых институтов, запуск более длительных репо, снижение процентных ставок по ним.

3.1.2. Выдача кредитов по низким процентным ставкам. В частности, в Японии центральный банк активно нарастил выдачу банкам кредитов под обеспечение под 0,1% годовых (Loan Support Programme); в Бразилии стали доступны кредиты центрального банка Бразилии под необеспеченные долгосрочные долговые обязательства финансовых институтов (debentures), а также под долговые обязательства финансовых институтов, обеспеченные финансовыми активами/ценными бумагами (letras financieras garantidas).

3.1.3. Запуск кризисных программ финансирования финансовых участников рынка. Например, в США с середины марта 2020 г. стала реализовываться программа кредитования первичных дилеров под широкий круг обеспечения (Primary Dealer Credit Facility — PDCF), а также программа кредитования банков под активы, приобретенные у фондов денежного рынка (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility — MMLF); в ЕС с мая 2020 г. были запущены кризисные долгосрочные срочные сделки репо с банками (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations — PELTROs) по сниженным процентным ставкам.

Объемы предоставленной ликвидности по программам рефинансирования центральными банками финансовых институтов в период первой волны коронавируса в мире составили: в США — 6 трлн долл., в ЕС — более 400 млрд евро, в Китае — около 3 трлн юаней (более 400 млрд долл.), в Японии — 90 трлн иен (~840 млрд долл.), в Индии — 2,75 лакх крор рупий (~40 млрд долл.), в Бразилии — около 1 трлн реалов[11] (около 200 млрд долл.) [6].

3.2. Целевая поддержка (обеспечение кредитования наиболее пострадавших от последствий коронавируса экономических субъектов, в первую очередь компаний малого и среднего бизнеса): заключение целевых сделок репо с банками и запуск специальных программ кредитования финансовых институтов на данные цели. Объемы предоставленной поддержки в период первой волны COVID-19: в США — 600 млрд долл., в ЕС — 1,4 трлн евро, в Китае — более 3 трлн юаней (440 млрд долл.), в Японии — 55 трлн иен (более 50 млрд долл.), в Индии — 2,75 лакх крор рупий (~40 млрд долл.), в Бразилии — 260 млрд реалов (более 50 млрд долл.), в России 675 млрд руб. (~9 млрд долл.).

Особенно крупный удельный вес финансовой помощи по данному направлению поддержки финансовых институтов приходился на Европейский союз (около 80%), Китай (51%), Индию (50%), Японию (38%).

В ЕС был наращен объем целевых долгосрочных операций рефинансирования (Targeted Longer-Term Refinancing Operations — TLTROs)[12].

В Китае инструменты структурной монетарной политики (адресная помощь наиболее пострадавшим отраслям/видам компаний) стали приоритетом денежно-кредитной политики в период кризиса: были запущены специальные программы кредитования центральным банком банков в целях предоставления последними кредитов по низкой процентной ставке (а также отсрочки выплаты процентов и основной суммы долга) компаниям отраслей, наиболее пострадавших от COVID-19 (производство товаров для борьбы с вирусом, сельское хозяйство, внешняя торговля, средний, малый и микробизнес и др.); банкам стали предоставляться однолетние кредиты (Targeted Medium-term Lending Facility — MLF) на цели кредитования малого и среднего бизнеса. Нетрадиционным инструментом поддержки малого и среднего бизнеса стал временный (на год) выкуп центральным банком (через SPV) кредитов, выданных данным экономическим субъектам местными банками (без взимания с банков процентов за пользование средствами), нацеленный на стимулирование выдачи новых кредитов данным компаниям.

Резервный банк Индии нарастил сделки репо с банками для обеспечения осуществления последними покупки корпоративного долга (как на первичном, так и на вторичном рынках) и предоставления кредитов экономическим субъектам: крупным корпорациям, компаниям среднего, малого и микробизнеса, взаимным фондам, экспортерам/импортерам, компаниям в сфере сельского хозяйства, участникам рынка ипотеки и др.

[10] Включая переход к удовлетворению заявок на аукционах репо в полном объеме (Индия, ЮАР, Индонезия, Корея, Мексика).

[11] На конец июня 2020 г. были реализованы меры только на 7 млрд реалов (3,6%).

[12] Цель TLTROs — стимулирование кредитования банками реального сектора экономики [нефинансовых компаний и домохозяйств (за исключением ипотечных кредитов)]: при достижении банком планируемых объемов кредитования он получает доступ к новым заимствованиям репо в рамках TLTROs, в противном случае требуется досрочный возврат заимствованных средств; при превышении банком объемов кредитования плановых уровней стоимость заимствований снижается.

Японский центральный банк начал рефинансирование банков в целях предоставления последними однолетних беспроцентных кредитов японским компаниям, в том числе среднего и малого бизнеса.

В США началось рефинансирование финансовых институтов, предоставляющих кредиты малому и среднему бизнесу, в рамках программы Main Street Lending Facility — MSLF.

В Бразилии было обеспечено наращивание кредитования экономики и домохозяйств (с сопутствующим снижением процентных ставок, пролонгацией кредитов и т.п.) банками с государственным участием (Caixa, Banco de Brazil, National Development Bank — BNDES). Цели кредитов были аналогичными: поддержка ликвидности компаний (включая выкуп у средних банков кредитов на выплату зарплаты), кредитование среднего, малого и микробизнеса, компаний сельского хозяйства и др.

В России Банк России запустил кредитование по льготной ставке кредитных организаций на цели кредитования последними компаний малого и среднего бизнеса; ввел аукционы репо на длительные сроки для банков, предоставляющих клиентам возможность реструктуризации кредитов.

В целом поддержка ликвидности финансовых институтов, в том числе целевая, стала одной из наиболее распространенных и крупных мер монетарной политики стран в период пандемии коронавируса.

4. Запуск целевых программ финансовой помощи компаниям и домохозяйствам через покупку как вновь выпускаемых, так и уже находящихся в обращении ценных бумаг компаний (используется преимущественно развитыми странами: США, ЕС, Великобританией), кредитование компаний на цели выплаты заработной платы, предоставление государственных гарантий, оплату процентных ставок за определенный период времени по кредитам в рамках одобренных схем помощи реальному сектору экономики и домохозяйствам. Объемы помощи по данному направлению более скромные, за исключением США и Германии.

В США с конца марта 2020 г. начали реализовываться программы финансовой поддержки компаний через покупку коммерческих бумаг (Commercial Paper Funding Facility — CPFF); поддержки крупных американских компаний через реализацию программ их кредитования, в том числе путем покупки их ценных бумаг: как вновь выпускаемых (Primary Market Corporate Credit Facility — PMCCF), так и уже находящихся в обращении (Secondary Market Corporate Credit Facility — SMCCF); поддержки потребительских кредитов (Term Asset-Backed Securities Loan Facility — TALF). Общий объем данных программ — 850 млрд долл.

В Германии были выделены значительные финансовые ресурсы (более 650 млрд евро) на предоставление государственных гарантий по кредитам, выдаваемым компаниям на цели поддержания их ликвидности госбанком KfW и специально созданным Экономическим стабилизационным фондом (WSF)[13], и покупку акций крупных компаний в тех же целях. Был введен мораторий платежей по потребительским кредитам для домохозяйств, пострадавших от COVID-19. На уровне отдельных земель были запущены программы финансовой помощи компаниям и домохозяйствам на суммы в десятки миллиардов евро.

Некоторые развивающиеся страны также использовали данный инструмент денежно-кредитной политики (объемы — несколько миллиардов долларов).

Например, в Бразилии федеральным правительством была запущена Кризисная программа поддержки занятости (Programa Emergencial de Suporte a Empregos — PESE), предусматривающая предоставление компаниям кредитов на выплату заработной платы сотрудникам [лимит — 40 млрд реалов (8 млрд долл.)][14], финансируемая на 85% казначейством, на 15% — участвующими финансовыми институтами. Кроме этого, пять крупнейших банков предоставили возможность получения двухмесячного моратория на платежи по кредитам компаний малого и среднего бизнеса и домохозяйств.

В ЮАР по кредитам компаний малого и среднего бизнеса, выдаваемым в период пандемии COVID-19 на поддержание их ликвидности, в том числе выплату зарплаты сотрудникам, стали предоставляться государственные гарантии.

Научные исследования сравнительной эффективности прямой финансовой поддержки финансовых институтов и нефинансовых компаний в условиях

[13] Предоставление госгарантий по кредитам послужило стимулом для банков к продолжению кредитования экономики (в дополнение к финансовым возможностям выдачи кредитов — благодаря получаемой от центрального банка ликвидности). Госгарантии также обеспечивают защиту центрального банка от кредитного риска, что служит прозрачным и эффективным способом поддержания его операционной независимости. Стопроцентные госгарантии по кредитам в период пандемии выдавались в Германии, Гонконге, Швейцарии.

[14] Фактически на начало марта 2021 г. предоставлено 8 млрд реалов (20% заявленного объема программы). Acompanhamento das medidas emergenciais contra o coronavirus. URL: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/bndes-contra-coronavirus/mais-informacoes/acompanhamento-medidas-emergenciais-contra-coronavirus/ (дата обращения: 13.03.2021).

пандемии коронавируса свидетельствуют о намного более высокой результативности направления финансовых потоков компаниям реального сектора в целях стимулирования совокупного спроса [7].

5. Расширение валютных своп-линий и репо между центральными банками и смягчение условий их предоставления в целях содействия ликвидности по основным мировым валютам (доллар США, евро, юань). Валютные интервенции для поддержания курса собственной валюты для прочих стран (объемы в период первой волны пандемии: Бразилия — 51 млрд долл., Индия — 2 млрд долл., Россия — около 10 млрд долл.). Предоставление центральным банком валютной ликвидности банкам (например, Бразилия, Корея, Мексика; объемы небольшие).

Текущий кризис дальнейшим образом усилил роль США как кредитора последней инстанции. В период пандемии ФРС многократно увеличил размер действующих валютных своп-линий с центральными банками ЕС, Великобритании, Канады, Японии и Швейцарии, а также заключил временные своп-линии с рядом других стран (всего 9 стран) в целях содействия глобальной долларовой ликвидности. Непогашенный объем валютных свопов в конце апреля 2020 г. достиг максимума — 450 млрд долл. (основные реципиенты — Япония и ЕС). Кроме этого, с начала апреля 2020 г. ФРС обеспечил временную возможность заключения сделок репо с государственными ценными бумагами США с национальными и международными финансовыми регуляторами в целях обеспечения привлечения последними финансовых ресурсов без оказания негативного давления на функционирование рынка государственных ценных бумаг США.

ЕС и Китай в период кризиса также содействовали ликвидности по евро и юаням соответственно через валютные линии с другими странами, однако в несравненно более скромных размерах по сравнению с США (предоставлены несколько десятков миллиардов евро/юаней).

6. Иные инструменты, содействующие высвобождению в банковской системе финансовых ресурсов для кредитования экономики: ослабление регулятивных требований к капиталу финансовых участников рынка, в том числе роспуск буферов капитала, к уровню их финансового рычага, ликвидности, к обеспечению банковских кредитов, оценке активов, снижение резервных требований, перенесение сроков внедрения новых макропруденциальных требований и т.п.

Некоторые страны прибегали и к менее распространенным мерам, например к отмене выплаты в 2019–2020 гг. банками дивидендов по своим акциям и денежных поощрительных выплат ключевым сотрудникам (Великобритания, Бразилия, ЮАР, Россия[15]), запрету выкупа собственных акций (Бразилия) и др.

Подавляющее большинство центральных банков как развитых, так и развивающихся стран использовало регулятивные послабления для высвобождения финансовых ресурсов банков в период кризиса. Поскольку в период после глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. в большинстве стран мира наблюдалось ужесточение макропруденциального надзора, к началу пандемии в финансовых секторах стран были накоплены существенные буферы капитала и ликвидности, высвобождение которых вследствие временного ослабления регулятивных норм оказало значительную поддержку экономикам стран в условиях борьбы с последствиями COVID-19.

7. Поддержка регионов, например запуск ФРС США с апреля 2020 г. программы покупки у штатов и муниципальных образований краткосрочных муниципальных бондов (Municipal Lending Facility — MLF) (лимит — 500 млрд долл.), финансовая помощь Резервного банка Индии штатам (около 30 млрд долл.).

ВЫВОДЫ: ЭФФЕКТИВНОСТЬ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН В ПЕРИОД ПАНДЕМИИ

В *табл. 2* приведены данные по объемам падения ВВП по странам в 2020 г. вместе с цифрами, характеризующими заявленные масштабы монетарной поддержки экономики стран их центральными банками.

Хотя на динамику экономического развития, кроме монетарной политики стран, оказывает влияние множество иных факторов, предварительно данные таблицы свидетельствуют о том, что наиболее эффективную денежно-кредитную политику в период пандемии коронавируса проводил Китай. Экономический рост в данной стране, в отличие от большинства других стран, не был остановлен пандемией коронавируса. Подробнее см. [8].

В данной стране основной акцент был сделан на инструментах структурной монетарной политики: финансовой поддержке наиболее пострадавших экономических субъектов (преимущественно через рефинансирование банков центральным банком), — и поставленные цели данной политики были достиг-

[15] Банком России рекомендовано финансовым организациям выплачивать дивиденды за 2019 г. только при условии достаточного запаса капитала.

Таблица 2 / Table 2

Эффективность монетарной политики стран в период пандемии COVID-19 / Monetary policy effectiveness during the COVID-19 pandemic

США / USA	Япония / Japan	Великобритания / UK	ЕС / EU	Германия / Germany	Бразилия / Brazil	Китай / China	Индия / India	ЮАР / South Africa	Россия / Russia
Объем заявленной прямой финансовой поддержки экономики со стороны центрального банка в период первой волны пандемии (для развивающихся стран — с учетом оцениваемого объема высвобождаемых ресурсов от смягчения регулятивных требований к финансовым институтам), % от ВВП 2019 г. (см. табл. 1)									
48,0	47,1	33,7	25,4	19,6	14,5	7,8	5,0	2,1	1,4
Изменение объема реального ВВП в 2020 г. по сравнению с 2019 г.,% (по данным ОЭСР)									
–3,5	–4,8	–9,9	–6,8	–5,3	–4,4	2,3	–7,4	–7,2	–3,6

Источник / Source: табл. 1 / Table 1, OECD Economic Outlook, Interim Report. OECD Publishing, Paris; March 2021. P. 4. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2020/issue-2_34bfd999-en/ (дата обращения: 17.06.2021) / (accessed on 17.06.2021).

нуты. В I квартале и первом полугодии 2020 г. были побиты исторические рекорды по объему новых выданных в юанях кредитов [7,1 трлн юаней (около 1 трлн долл.) и 12,1 трлн юаней (1,7 трлн долл.) соответственно], а объем кредитов микро- и малому бизнесу за 5 месяцев 2020 г. вырос на 28% по сравнению со значением на конец мая 2019 г. О высокой эффективности проводимой монетарной политики свидетельствуют и экономические показатели: падение ВВП в январе и феврале 2020 г. сменилось ростом с марта 2020 г.; во II квартале рост ВВП превзошел рост во II квартале 2019 г. на 3,2%. В целом за первое полугодие падение объемов ВВП составило только 1,6%[16].

Интересно, что в середине 2020 г. Китай (в отличие от подавляющего большинства других стран) объявил о прекращении смягчения денежно-кредитной политики в целях недопущения чрезвычайного стимулирования экономического роста и роста задолженности в финансовом секторе.

При проведении оценки эффективности, проводимой в 2020 г., монетарной политики **в России** следует отметить следующие характеризующие данную политику черты:

- **некоторую запоздалость начала осуществления антикризисных мер, их быстрое сворачивание**: меры по поддержке курса рубля начались в марте 2020 г., в конце апреля 2020 г. было объявлено о переходе ЦБ РФ к мягкой денежно-кредитной политике, в августе 2020 г. было заявлено о плановом прекращении действия ряда антикризисных мер с одновременным продлением части регуляторных послаблений;
- **низкие объемы помощи экономике со стороны Банка России (даже по сравнению со многими развивающимися странами)**: порядка 1,5% ВВП (см. *табл. 1*);
- **использование традиционного инструментария денежно-кредитной политики** для борьбы с последствиями пандемии: основной упор был сделан на поддержку курса рубля (операции на открытом рынке по продаже валюты), последовательное снижение ключевой ставки, поддержку малого и среднего бизнеса через рефинансирование коммерческих банков центральным банком, а также ослабление регулятивных требований к финансовым участникам в целях стимулирования инвестиций/кредитования экономики и домохозяйств, реструктуризации долгов и урегулирования проблемных кредитов. Подробнее об основных мерах денежно-кредитной политики России в первые месяцы пандемии см. [9, с. 11].

Таким образом, можно констатировать, что Банк России в период коронавируса проводил осторожное смягчение монетарной политики, не соответствующее масштабам кризисных явлений в экономике страны. По-прежнему основным ориентиром в политике центрального банка является уровень инфляции, а не содействие экономическому развитию (в отличие от развитых стран, поддержка которых своих экономик в 2020 г. была чрезвычайной по объемам, доходя до сотен миллиардов — нескольких триллионов долларов против нескольких десятков миллиардов долларов в России). Аналогичная картина прослеживается и в части бюджетной поддержки

[16] China Monetary Policy Report Q2 2020. People's Bank of China, Monetary Policy Analysis Group; 2020, August 6. P. 46.

экономики российским правительством. Анализ масштабов фискальных мер поддержки экономики основных развитых и развивающихся стран в 2020 г. свидетельствует о намного более скромных размерах помощи в России в сравнении с другими странами. Подробнее см. [10, с. 52]

С началом пандемии ряд крупнейших ученых России высказали мнение о непредоставлении экономике достаточной помощи со стороны государства, о несовременности проводимой нашей страной денежно-кредитной и экономической политики, заключающейся в попытках «просто "переждать" кризис»[17] и чреватой погружением экономики в затяжную экономическую депрессию [11, 12]. Ими были предоставлены предложения касательно использования накопленных государством ресурсов (средств ФНБ, международных резервов), наращивания государственных заимствований (особенно в условиях невысокого уровня госдолга), запуска Банком России программы количественного смягчения в целях поддержки экономики и стимулировании спроса. В частности, В.Л. Иноземцев предложил стратегию стимулирования потребительского спроса на конечную продукцию (с категорическим отказом от выдачи льготных кредитов и государственной поддержки крупным предприятиям) через наращивание кредитования со стороны Банка России в размере не ниже 10% ВВП ежегодно на протяжении как минимум ближайших трех лет[18].

ВЫВОДЫ: ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН В 2020 Г. НА БУДУЩУЮ ДИНАМИКУ ЭКОНОМИЧЕСКОГО И ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

В целом при характеристике монетарной политики стран в период пандемии можно выделить две уникальные для текущего кризиса черты. Во-первых, это **чрезмерная оперативность** реакции центральных банков стран на кризис — урок предыдущего крупного глобального спада (2008–2009 гг.), показавшего, что неопределенность их политики усиливает волатильность на финансовых рынках. Во-вторых, **расширение оперативных возможностей** центральных банков через инкорпорирование новых нетрадиционных инструментов монетарной политики (количественное смягчение; временный выкуп кредитных портфелей у банков в целях расширения последними кредитования экономики; прямое финансирование экономических субъектов, не являющихся банками; поддержка регионов через приобретение муниципальных ценных бумаг и др.), максимальное использование всего доступного им арсенала средств для облегчения экономических и финансовых последствий COVID-19.

Развивающиеся страны при этом проводили довольно консервативное и осторожное смягчение монетарной политики в сравнении с развитыми странами, наводнившими финансовые рынки ликвидностью и запустившими новый — на сегодняшний день самый масштабный — раунд количественного смягчения. Учитывая, что в предыдущие раунды QE порядка 30–40% средств утекало на финансовые рынки развивающихся стран [5], по завершении пандемии можно ожидать очередного быстрого восстановления данных рынков — реципиентов, напечатанных США, ЕС, Великобританией и Японией денег. Приток капитала может привести к временному экономическому росту и бурному подъему на фондовых рынках данных стран (в сравнении с предположительной длительной стагнацией в развитых странах), однако в конечном итоге очередной кризис станет триггером для вывода спекулятивного капитала с данных рынков и их погружения в новый виток девальвации национальной валюты, дефолтов и финансовых потерь.

О масштабах данного дестабилизирующего фактора в динамике финансовых рынков развивающихся стран свидетельствуют масштабы разворота капитала международных инвесторов в текущий кризис: только в марте 2020 г. формирующиеся рынки потеряли 80 млрд долл. — исторический рекорд месячного объема вывода капитала из развивающихся на развитые рынки[19]. В будущем, учитывая наращивание денежных эмиссий развитыми странами, данные цифры могут значительно возрасти вместе с волатильностью финансовых рынков развивающихся стран.

Таким образом, можно констатировать, что финансовые кризисы только усугубляют сложившуюся на мировых финансовых рынках болезненную для развивающихся стран зависимость их благополучия от экономической ситуации в развитых странах и от проводимой данными странами экономической и монетарной политики.

[17] Подробнее см. Иноземцев В.Л. Спрос — с государства. Газета.ru. 31.05.2020. URL: https://www.gazeta.ru/column/vladislav_inozemcev/13093363.shtml/ (дата обращения: 13.03.2021).

[18] Иноземцев В.Л. Спрос — с государства. Газета.ru. 31.05.2020. URL: https://www.gazeta.ru/column/vladislav_inozemcev/13093363.shtml/ (дата обращения: 13.03.2021).

[19] Annual Economic Report. Bank for International Settlements; June 2020. P. 10.

ВЫВОДЫ: ПРОГНОЗ ОБЩЕГО ВЕКТОРА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН ПОСЛЕ ЗАВЕРШЕНИЯ ПАНДЕМИИ COVID-19

При формировании монетарной политики в ближайшем будущем центральные банки стран будут опираться на следующие основные факторы:

1. Состояние банковского сектора. Одним из экономических последствий пандемии стал переход экономик стран в стадию неликвидности и их спасения банковскими секторами при участии центральных банков. Однако за стадией неликвидности может последовать стадия финансовой несостоятельности для значительного числа компаний — с последующим переносом убытков в банковский сектор. Вероятность развития событий в данном направлении тем выше, чем больше масштаб вливаний ликвидности в экономики стран был осуществлен в период кризиса. Для центральных банков это будет означать необходимость начала стимулирования пополнения резервов банками вместо поощрения их использования для поддержки экономики.

2. Уровень инфляции. В настоящее время глобально на уровень цен действуют два противоположно направленных фактора: резкое снижение совокупного спроса и сдерживание его восстановления в условиях неопределенности с распространением вируса снижает рост цен, а удорожание производства и снижение производительности труда, связанное с рядом обстоятельств (новые реалии производства товаров и оказания услуг в условиях социального дистанцирования, деглобализация и нарушение производственных цепочек, их переориентирование на местные рынки), способствует росту цен. В развивающихся экономиках цены растут и из-за снижения курсов национальных валют.

Эксперты Банка международных расчетов указывают на вероятное превалирование дефляционных факторов в ближайшей перспективе [13], и, соответственно, обоснованность продолжения проведения стимулирующей монетарной политики центральными банками стран[20]. Вероятность реализации данного сценария растет в связи с испытываемыми странами трудностями в сдерживании распространения коронавируса в 2021 г.

3. Уровень государственного долга. Кризис, связанный с пандемией-2020, привел к значительному увеличению уровня государственного долга в целом и его размера и — прежде всего в развитых странах — доли на балансах центральных банков. Во многих развитых экономиках балансы центральных банков достигли рекордных значений, и прогнозируется их рост в будущем, хотя и не такими высокими темпами[21]. В данных условиях монетарная политика будет испытывать давление в силу бюджетных потребностей поддержания низких процентных ставок для обслуживания госдолга — даже в условиях роста инфляции.

Таким образом, если в период пандемии интересы центральных банков и правительств стран совпадали, на выходе из кризиса — в случае возникновения/усиления инфляции и ухудшения финансового положения банков — возникнет целесообразность перехода центральных банков к ужесточению денежно-кредитной политики, это будет противоречить бюджетным интересам [14, 15]. В данных условиях центральные банки стран будут находиться под давлением со стороны исполнительных органов власти, и осуществить разворот вектора денежно-кредитной политики будет довольно сложно. Об этом свидетельствует и опыт глобального финансового кризиса 2008–2009 гг.

Особо тяжелый конфликт интересов может сложиться у центральных банков наиболее крупных развитых экономик: учитывая объем выброшенной ими на рынок ликвидности [в 2020 г. страны G4 провели количественное смягчение на около 6 трлн долл., что сопоставимо с международными резервами всех развивающихся стран (порядка 8 трлн долл.[22])], данные страны могут столкнуться с серьезными банковскими кризисами и высокими темпами инфляции, требующими резкого ужесточения монетарной политики при высокой стоимости обслуживания госдолга, делающей такое ужесточение крайне нежелательным.

[20] Annual Economic Report. Bank for International Settlements; June 2020. P. 60.

[21] Annual Economic Report. Bank for International Settlements; June 2020. P. 62.

[22] International Monetary Fund (IMF) Data Access to Macroeconomic & Financial Data: Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. URL: http://data.imf.org/ Данные на июнь 2020 г. (дата обращения: 17.02.2021).

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Cassim Z., Handjiski B., Schubert J., Zouaoui Y. The $ 10 trillion rescue: How governments can deliver impact. McKinsey & Company. June 05, 2020. URL: https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/the-10-trillion-dollar-rescue-how-governments-can-deliver-impact

2. Benmelech E., Tzur-Ilan N. The determinants of fiscal and monetary policies during the COVID-19 crisis. NBER Working Paper. 2020(27461). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27461/w27461.pdf
3. Benigno G., Hartley J., García-Herrero A., Rebucci A., Ribakova E. Credible emerging market central banks could embrace quantitative easing to fight COVID-19. VoxEU. June 29, 2020. URL: https://voxeu.org/article/credible-emerging-market-central-banks-could-embrace-quantitative-easing-fight-covid-19#:~:text=Columns-, Credible%20emerging%20market%20central%20banks%20could, easing%20to%20fight%20COVID%2D 19&text=Emerging%20economies%20are%20fighting%20COVID, same%20way%20as%20advanced%20economies (дата обращения: 13.03.2021).
4. Rebucci A., Hartley J., Jimenez D. An event study of COVID-19 central bank quantitative easing in advanced and emerging economies. NBER Working Paper. 2020;(27339). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27339/w27339.pdf
5. Saran S. Quantitative easing: Impact on emerging and developing economies. Inter Press Service News Agency. June 05, 2013. URL: http://www.ipsnews.net/2013/06/quantitative-easing-impact-on-emerging-and-developing-economies/ (дата обращения: 13.03.2021).
6. Hoyos M.L. Brazil's central bank injects liquidity in financial markets. Yale School of Management. July 08, 2020. URL: https://som.yale.edu/blog/brazil-s-central-bank-injects-liquidity-in-financial-markets (дата обращения: 13.03.2021).
7. Sims E.R., Wu J.C. Wall Street vs. Main Street QE. NBER Working Paper. 2020;(27295). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27295/w27295.pdf
8. Zhang X. The coronavirus will not change the long-term upward trend of China's economic development. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice.* 2020;24(5):15–23. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–5–15–23
9. Зайцев Ю.К. Меры денежно-кредитной и фискальной политики в период экономического кризиса COVID-19 в России. *Финансы: теория и практика.* 2020;24(6):6–18. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–6–6–18
10. Петрова Л.А., Кузнецова Т.Е., Володин В.М. Сценарии развития экономик развитых стран и России в условиях постпандемии. *Финансы: теория и практика.* 2020;24(4):47–57. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–4–47–57
11. Рогов К., ред. Коронавирус — 2020: что будет и что делать? Сценарии развития и меры экономической политики. М.: Либеральная миссия; 2020. 45 с.
12. Миркин Я. Что пойдет по плану. Российская газета. 2020;(234). URL: https://rg.ru/2020/10/15/iakov-mirkin-plan-vosstanovleniia-eto-finansovaia-neizvestnost.html (дата обращения: 26.04.2021).
13. Boehl G., Goy G., Strobel F. The federal reserve and quantitative easing: A boost for investment, a burden on inflation. VoxEU. Aug. 30, 2020. URL: https://voxeu.org/article/feds-quantitative-easing-boost-investment-burden-inflation#:~: text=The%20Federal%20Reserve%20and%20quantitative, investment%2C%20a%20burden%20on%20inflation&text=In%20line%20with%20the%20general, conditions%20and%20facilitated%20new%20investment (дата обращения: 29.03.2021).
14. Meyer V., Caporal J. The shifting roles of monetary and fiscal policy in light of COVID-19. Washington, DC: Center for Strategic and International Studies; 2021. 15p. URL: https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/210223_Meyer_Monetary_Fiscal.pdf?lPd.UOY.lxNalGcHcCG4A7irYwWBONFr
15. 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

REFERENCES

1. Cassim Z., Handjiski B., Schubert J., Zouaoui Y. The $ 10 trillion rescue: How governments can deliver impact. McKinsey & Company. June 05, 2020. URL: https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/the-10-trillion-dollar-rescue-how-governments-can-deliver-impact
2. Benmelech E., Tzur-Ilan N. The determinants of fiscal and monetary policies during the COVID-19 crisis. NBER Working Paper. 2020(27461). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27461/w27461.pdf
3. Benigno G., Hartley J., García-Herrero A., Rebucci A., Ribakova E. Credible emerging market central banks could embrace quantitative easing to fight COVID-19. VoxEU. June 29, 2020. URL: https://voxeu.org/article/credible-emerging-market-central-banks-could-embrace-quantitative-easing-fight-covid-19#:~:text=Columns-, Credible%20emerging%20market%20central%20banks%20could, easing%20to%20fight%20COVID%2D 19&text=Emerging%20economies%20are%20fighting%20COVID, same%20way%20as%20advanced%20economies (accessed on 13.03.2021).

4. Rebucci A., Hartley J., Jimenez D. An event study of COVID-19 central bank quantitative easing in advanced and emerging economies. NBER Working Paper. 2020;(27339). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27339/w27339.pdf
5. Saran S. Quantitative easing: Impact on emerging and developing economies. Inter Press Service News Agency. June 05, 2013. URL: http://www.ipsnews.net/2013/06/quantitative-easing-impact-on-emerging-and-developing-economies/ (accessed on 13.03.2021).
6. Hoyos M.L. Brazil's central bank injects liquidity in financial markets. Yale School of Management. July 08, 2020. URL: https://som.yale.edu/blog/brazil-s-central-bank-injects-liquidity-in-financial-markets (accessed on 13.03.2021).
7. Sims E.R., Wu J.C. Wall Street vs. Main Street QE. NBER Working Paper. 2020;(27295). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27295/w27295.pdf
8. Zhang X. The coronavirus will not change the long-term upward trend of China's economic development. *Finance: Theory and Practice.* 2020;24(5):15–23. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–5–15–23
9. Zaitsev Yu.K. Monetary and fiscal policy measures during the COVID-19 economic crisis in Russia. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice.* 2020;24(6):6–18. URL: 10.26794/2587–5671–2020–24–6–6–18
10. Petrova L.A., Kuznetsova T.E., Volodin V.M. Post-pandemic scenarios of economic development of developed countries and Russia. *Finance: Theory and Practice.* 2020;24(4):47–57. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–4–47–57
11. Rogov K., ed. Coronavirus — 2020: What will happen and what to do? Development scenarios and economic policies. Moscow: Liberal'naya missiya; 2020. 45 p. (In Russ.).
12. Mirkin Ya. What will go according to plan. Rossiiskaya gazeta. 2020;(234). URL: https://rg.ru/2020/10/15/iakov-mirkin-plan-vosstanovleniia-eto-finansovaia-neizvestnost.html (accessed on 26.04.2021) (In Russ.).
13. Boehl G., Goy G., Strobel F. The federal reserve and quantitative easing: A boost for investment, a burden on inflation. VoxEU. Aug. 30, 2020. URL: https://voxeu.org/article/feds-quantitative-easing-boost-investment-burden-inflation#:~: text=The%20Federal%20Reserve%20and%20quantitative, investment%2C%20a%20burden%20on%20inflation&text=In%20line%20with%20the%20general, conditions%20and%20facilitated%20new%20investment (accessed on 29.03.2021).
14. Meyer V., Caporal J. The shifting roles of monetary and fiscal policy in light of COVID-19. Washington, DC: Center for Strategic and International Studies; 2021. 15p. URL: https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/210223_Meyer_Monetary_Fiscal.pdf?lPd.UOY.lxNalGcHcCG4A7irYwWBONFr
15. 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

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR

Мария Михайловна Кудинова — кандидат экономических наук, доцент, старший научный сотрудник отдела международных рынков капитала, Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова РАН, Москва, Россия

Mariya M. Kudinova — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Senior Researcher, Department of International Capital Markets, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Moscow, Russia

https://orcid.org/0000-0002-6352-2039

kudinovamaria2010@gmail.com

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.
Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 21.05.2021; после рецензирования 10.06.2021; принята к публикации 17.12.2021. Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.
The article was submitted on 21.05.2021; revised on 10.06.2021 and accepted for publication on 17.12.2021. The author read and approved the final version of the manuscript.