

DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-2-62-73

УДК 336.74(045)

JEL E42, E58, G21

## Эволюция роли национальных центральных банков

В.В. Кузнецова<sup>а</sup>, О.И. Ларина<sup>б</sup><sup>а</sup> Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия;<sup>б</sup> Государственный университет управления, Москва, Россия

### АННОТАЦИЯ

Статья посвящена исследованию современных тенденций в развитии функций и инструментария центральных банков (ЦБ). **Цель** исследования — выявление новых подходов ЦБ к управлению кризисными явлениями, анализ применяемых инструментов, трансформации деятельности ЦБ и их роли в настоящее время. Авторы используют общенаучные и специальные **методы** исследования, включая сравнительно-правовой анализ и метод систематизации. Основное внимание уделено последнему периоду международной дискуссии об эволюции роли ЦБ, приведен обзор мнений специалистов по вопросам, связанным с оценкой того, как деятельность ЦБ повлияла на формирование и развитие глобального финансового кризиса 2007 г. Показано, что кризис, вызванный пандемией COVID-19, отличался от распространения кризиса 2007 г., когда сначала были поражены финансовые рынки, а затем реальная экономика через уменьшение доверия и ужесточение кредитных условий для бизнеса и домашних хозяйств. Авторы отмечают, что кризис пандемии развивался иначе: сначала была затронута реальная экономика, что сопровождалось падением ВВП, а затем ухудшились условия в финансовом секторе. Авторы систематизировали реализованные ЦБ меры в ответ на пандемию, которые были проанализированы по группам стран: меры ЦБ развитых экономик и стран с формирующимися рынками. Указанные меры были во многом сходными. На основе сравнительного анализа денежно-кредитного инструментария был сделан **вывод**, что у ЦБ развитых экономик возможности использования процентных ставок в целях управления кризисом предельно ограничены, а у ЦБ стран с формирующимися рынками еще есть некоторые возможности дальнейшего регулирования. Проанализированы и другие инструменты ЦБ, применявшиеся во время последнего кризиса, вызванного пандемией. Авторы отмечают, что реализованные ЦБ меры отражают их возросшую роль в современных экономических системах и изменение давно известных традиционных функций. Проведенное исследование может быть полезным государственным органам при реализации и координации своей деятельности, а также при совершенствовании правового регулирования деятельности ЦБ.

**Ключевые слова:** центральные банки; функции центральных банков; банковская система; финансовый кризис; кризис, вызванный пандемией COVID-19; инструменты центральных банков

**Для цитирования:** Кузнецова В.В., Ларина О.И. Эволюция роли национальных центральных банков. *Финансы: теория и практика*. 2022;26(2):62-73. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-2-62-73

### ORIGINAL PAPER

## The Evolving Role of National Central Banks

V.V. Kuznetsova<sup>а</sup>, O.I. Larina<sup>б</sup><sup>а</sup> M.V. Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia;<sup>б</sup> State University of Management, Moscow, Russia

### ABSTRACT

The article is devoted to the study of modern trends in the development of functions and instruments of central banks (CB). The article **aims** to identify new CB approaches to crisis management and the used tools' analysis and to study the transformation of CB activities and their current role. The authors use general scientific and special research **methods**, including comparative legal analysis and the method of systematization. The article focuses on the current international discussion on the evolving role of CB, provides an overview of experts' opinions on issues related to assessing how CB activities influenced the formation and development of the 2007 global financial crisis. The spread of the latest crisis caused by the COVID-19 pandemic was different from the spread of the 2007 crisis when financial markets were first hit and then stress spread to the real economy through reduced confidence and tightening credit conditions for businesses and households. The authors note that the pandemic crisis developed differently: first, the real economy was affected, which was accompanied by a fall in GDP, and then conditions in the financial sector worsened. The authors systematized the CB measures in response to the pandemic and analyzed them by groups of countries: the CB measures of the

advanced economies and countries with emerging markets were broadly similar. Based on a comparative analysis of the monetary instruments, the authors **conclude** that the advanced economies CBs have extremely limited opportunities to use interest rates to manage the crisis, while the emerging markets CBs still have some space for their regulation. The paper also analyses other CB instruments used during the crisis caused by the pandemic. The authors note that the measures implemented by CBs reflect their increased role in modern economic systems and the change in the long-known traditional functions. This research may be useful to state bodies in the implementation and coordination of the policy in the field of regulation of CB activities.

**Keywords:** central banks; functions of central banks; banking system; financial crisis; crisis caused by the COVID-19 pandemic; central banks instruments

**For citation:** Kuznetsova V.V., Larina O.I. The evolving role of national central banks. *Finance: Theory and Practice*. 2022;26(2):62-73. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-2-62-73

## ВВЕДЕНИЕ

В настоящий период стремительно меняются все сферы человеческой деятельности, существенно изменилась и деятельность центральных банков (ЦБ). После финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. во многих странах в сфере прямой ответственности ЦБ помимо ценовой стабильности было включено обязательство по поддержанию финансовой стабильности. Расширение функций ЦБ стало особенно заметным по их активности по восстановлению национальных экономик после неожиданных кризисных явлений. Реализуя в кризисных условиях традиционную функцию кредитора последней инстанции, ЦБ в последнее десятилетие существенно расширили перечни программ выделения экстренной ликвидности, покупаемых активов и потенциальных партнеров. Это нашло отражение в резком увеличении их балансовых счетов. Так, если в 2007 г. активы центральных банков США, Европейского союза, Великобритании и Японии, соответственно, составляли от 6 до 20% номинального ВВП, то в конце 2020 г. баланс Федеральной резервной системы (ФРС) составил 34% от национального номинального ВВП, Европейского центрального банка (ЕЦБ) — 59%, Банка Англии — 40%, Банка Японии — 127% [1].

Выделяя экстренную ликвидность участникам конкретных сегментов рынка капиталов, и/или устанавливая требования для банков, предоставляющих определенные кредитные продукты, ЦБ становятся регуляторами макросоциально-экономических процессов, которые ранее относились к исключительным полномочиям правительства.

Изменения в деятельности ЦБ, первоначально формировавшиеся в ходе преодоления последствий глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., еще более ярко проявились в мерах, какие ЦБ большинства стран реализовывали в ответ на кризис, вызванный пандемией COVID-19.

Эмпирической основой настоящей статьи послужили данные нескольких баз данных. Прежде всего, это база данных Международного валютного фонда (МВФ) «Policy Tracker», которая содержит данные о мерах, реализованных и продолжающих действовать в разных странах, по 4 направлениям: бюджетно-налоговая политика; монетарная политика, макропруденциальная политика; валютная политика. Из этой базы данных были выбраны только меры монетарной политики, вводившиеся в странах выборки в 2020 г. Второй источник — база данных Банка международных расчетов (БМР) [2], содержащая описание и оценку действий, предпринятых ЦБ 39 стран. Другими источниками информации также послужили пресс-релизы ЦБ и отдельные частные базы данных.

Целью исследования является выявление новых подходов ЦБ к управлению кризисными явлениями, обусловленными системными шоками, и применяемых инструментов. Проанализирована трансформация функций ЦБ и их роли в экономических системах. Сопоставление опыта управления кризисом ЦБ развитых экономик и стран с формирующимися рынками позволило не только выявить наиболее результативные подходы, имевшие наилучшую эффективность, выделить общие черты в антикризисной стратегии и тактике, но и проследить эволюцию традиционных функций ЦБ.

## ДИСКУССИЯ О РОЛИ И ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

В 1990-е гг. считалось, что основными инструментами, с помощью которых ЦБ могут «мягко» и гибко управлять национальными банковскими системами, являются операции по краткосрочному рефинансированию коммерческих банков и операции на открытом рынке, ограничивавшиеся покупкой/продажей государственных ценных бумаг на вторичном рынке. Указанные операции позволяли ЦБ в нормальных условиях осуществлять денежно-кредитное регулирование эконо-

мическими методами, своевременно оказывать поддержку ликвидностью отдельным финансовым институтам для обеспечения стабильности их деятельности. Иными словами, в монетарной теории преобладал так называемый стандартный подход, содержащий следующие рекомендации ЦБ по проведению денежно-кредитной политики:

- ЦБ должен фокусировать внимание на достижении стабильности цен, так как поддержание низких и стабильных темпов инфляции способствует поддержанию совокупного выпуска на эффективном уровне;
- ЦБ следует в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики регулировать значение политической (ключевой) краткосрочной процентной ставки<sup>1</sup>;
- ЦБ, выполняя функцию кредитора последней инстанции, может предотвратить развитие системного банковского кризиса;
- реализация функции кредитора последней инстанции должна опираться на принципы Бейджота<sup>2</sup>;
- банковская система стабильна, если финансово устойчивы отдельные кредитные организации;
- мониторинг соблюдения регуляторных требований кредитными организациями и надзор за их деятельностью должен осуществлять орган, отделенный от ЦБ.

В многочисленных публикациях, например [3, 4], доказывалось, что для достижения стабильности цен

(целевых значений темпов инфляции) ЦБ должен обладать политической независимостью от правительства, не кредитовать бюджетные расходы, не участвовать в монетизации бюджетного дефицита или государственного долга, а для фондирования собственных расходов не прибегать к бюджетному финансированию.

Однако развитие глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. показало «неадекватность» докризисного режима финансовой стабильности и поставило задачу разработки новых монетарных правил. Для купирования распространения стрессовых ситуаций ЦБ реализовали разнообразные комплексы мероприятий, впоследствии получившие определение «нетрадиционной» монетарной политики. Так, ЦБ стали регулировать многие сферы экономической деятельности, ранее относившиеся к сферам ответственности налогово-бюджетной и социальной политики. ЦБ становились «судьями честности, арбитрами рынков капитала, спасателями банков, помощниками правительств и всеохватывающим третейским судьей финансовой системы»<sup>3</sup>.

В научных источниках, например [5, 6], широкое распространение получила точка зрения, что одной из первопричин глобального финансового кризиса стали «провалы» финансового регулирования, в связи с чем были сделаны следующие важные выводы:

- необходимо ввести наднациональное регулирование деятельности глобально значимых финансовых институтов;
- традиционное микропруденциальное финансовое регулирование не позволяет выявлять усиление факторов системного риска, трансграничных и сетевых рисков;
- разграничение финансового регулирования и надзора неэффективно;
- построение регулирования финансового рынка по отраслям финансового посредничества порождает серьезные провалы и регуляторный арбитраж;
- есть важные дефекты инфраструктуры финансового рынка, нуждающиеся в устранении;
- необходимо пересмотреть правила реализации функции кредитора последней инстанции ЦБ, адаптируя их к новым условиям комплексных финансовых систем;

<sup>1</sup> В документах Базельского комитета по банковскому надзору используется понятие «политическая процентная ставка». В документах ЕЦБ и Банка России — понятие «ключевая процентная ставка». В работе эти понятия используются как синонимы, а именно «политическая (ключевая) процентная ставка», а далее по тексту — просто политическая процентная ставка.

<sup>2</sup> Принципы Бейджота (Walter Bagehot, 1893), определявшие, по сути, до глобального финансового кризиса правила выполнения ЦБ функции кредитора последней инстанции, гласили: 1) ЦБ может кредитовать только платежеспособные банки; 2) кредиты следует выделять под ликвидное обеспечение; 3) ставки по экстренным кредитам ЦБ должны быть выше среднерыночных. В условиях противодействия последствиям глобального финансового кризиса данные принципы были коренным образом пересмотрены. Для восстановления функционирования национальных банковских систем было признано, что ЦБ следует: а) выделять экстренную ликвидность временно неплатежеспособным финансовым институтам; б) в условиях системного стресса кредиты могут выделяться под неликвидное обеспечение или без обеспечения; в) ставки по чрезвычайным кредитам должны быть ниже рыночных. См.: Re-thinking the lender of last resort. BIS Papers. 2014. No. 79. 140 p. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79.pdf> (дата обращения: 20.03.2022).

<sup>3</sup> Challenges for central banks: wider powers, greater restraints. Ernst & Yang, 2013. p. 8. URL: <https://www.omfif.org/wp-content/uploads/2020/02/OMFIF-EY-Central-Banking-Report.pdf> (дата обращения: 15.06.2021).

- применение одного инструмента монетарной политики — краткосрочной политической процентной ставки — недостаточно для достижения целей монетарной политики;

- выполнение ЦБ лишь функции кредитора последней инстанции в отношении коммерческих банков не позволяет предотвратить системный банковский кризис.

Практически во всех странах в ответ на кризис в 2010-х гг. были проведены институциональные преобразования и правовые реформы регулирования деятельности ЦБ, наделявшие их новыми полномочиями и инструментарием. Наделение национальных ЦБ новыми полномочиями и инструментарием означало их вступление в «новую нормальность». Это также стало триггером возобновления прежней дискуссии о допустимой степени независимости и самостоятельности ЦБ, совместимости целей монетарной политики, политики финансовой стабильности и политики управления кризисом.

Как свидетельствуют исторические данные, основными драйверами реформ статуса и полномочий ЦБ выступали:

- экономический или финансовый кризис;
- внешнее давление, например условия предоставления кредитов МВФ;
- изменения в идеологии государственной политики, политической структуре и институциональной среде;
- необходимость поддержания благоприятных экономических условий, например положительных темпов экономического роста в условиях, когда для хозяйствующих субъектов ограничен доступ к рыночным источникам фондирования.

Кризис 2007–2009 гг. продемонстрировал, что единственный фокус на стабильность цен слишком узкий для поддержания финансовой стабильности. Для преодоления узости подхода предстоит:

- в целях эффективности макроэкономической политики учитывать ситуацию в финансовом секторе в целом;
- координировать монетарную и фискальную политику, так как трансмиссия эффектов политической процентной ставки на реальный сектор экономики в текущих экономических условиях претерпевает изменения;
- учитывать противоречия в зависимостях между стабильными темпами инфляции, полной занятостью и финансовой стабильностью;
- оценить степень ограниченности возможностей монетарной политики в управлении кризисами;

- разработать новую модель эффективного ведения дел ЦБ.

Анализу эволюции функций ЦБ в меняющихся макроусловиях посвящен достаточно обширный поток научной литературы. Можно выделить источники, затрагивающие отдельные сферы деятельности ЦБ [7], а также за период 2010–2020-х гг. в потоке литературы можно выделить несколько волн усиления внимания к изменению деятельности ЦБ. В ходе первой волны (2010–2012 гг.) в центре

---

***Сопоставление опыта управления кризисом ЦБ развитых экономик и стран с формирующимися рынками позволило не только выявить наиболее результативные подходы, имевшие наилучшую эффективность, выделить общие черты в антикризисной стратегии и тактике, но и проследить эволюцию традиционных функций ЦБ.***

---

внимания специалистов были вопросы, связанные с оценкой того, как деятельность ЦБ повлияла на формирование и развитие глобального финансового кризиса и каким образом следует трансформировать деятельность ЦБ, чтобы в будущем вероятность развития системных кризисов была меньше [8]. В ходе второй волны (2013–2016 гг.) активно обсуждались проблемы наделения ЦБ ответственностью за поддержание макрофинансовой стабильности [9]. В 2018–2019 гг. в ходе дискуссий обсуждались вопросы: не стала ли независимость ЦБ чрезмерной в условиях расширения их полномочий и применяемого инструментария? какими могут быть новые институциональные механизмы взаимодействия ЦБ и министерств финансов? какими должны быть ответы ЦБ на возросшие запросы общества к их деятельности [10]. Важной оставалась проблема эффективного финансового регулирования: новые международные стандарты способствовали повышению устойчивости национальных финансовых систем, но не в достаточной степени [11].

В ответ на поднимавшиеся в ходе дискуссий проблемы и критику текущей ситуации расширения функций, полномочий и применяемого ЦБ инструментария эксперты БМР и МВФ выступили



с обоснованиями необходимости защиты независимости ЦБ для повышения результативности их деятельности и поддержания финансовой стабильности. МВФ предложил обновить Конвенцию открытости монетарной и финансовой политики<sup>4</sup>.

### АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В ПЕРИОД КРИЗИСА 2020 Г.

Кризис, вызванный пандемией COVID-19, затронул экономики множества стран, одновременно воздействуя на совокупный спрос, совокупное предложение и финансовые условия. Если в ходе распространения глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. ухудшение общих финансовых условий вело к сжатию реальной экономической активности, то в кризис 2020 г. последовательность была иной: резкое закрытие территорий, предприятий, отдельных видов деятельности, т.е. сокращение реальной экономической деятельности, вели к ухудшению общих финансовых условий. Хотя было признано, что для противодействия кризису COVID-19 больше подходят меры налогово-бюджетного регулирования, монетарная политика играла ключевую роль оперативного реагирования на неожиданное и резкое сжатие экономической активности и заморозки рынков. Сложившаяся ситуация потребовала от ЦБ реализации комплексов разнообразных мер, включая те, что применялись для противодействия глобальному финансовому кризису [2].

Благодаря проведенным после глобального финансового кризиса реформам финансового регулирования во многих странах капитализация банков была намного больше, чем накануне предыдущего кризиса<sup>5</sup>. Это позволило национальным регуляторам реализовывать разнообразные пакеты мер поддержки, в меньшей степени беспокоясь о потенциальной неплатежеспособности кредитных организаций и возможной потребности в их экстренной рекапитализации.

<sup>4</sup> Staff Proposal to Update the Monetary and Financial Policies Transparency Code. IMF Policy Paper. 2019, May. 48 p. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2019/PP2019011.ashx> (дата обращения: 15.06.2021).

<sup>5</sup> По расчетам БМР, примерно на 5 трлн долл. капитала сверх регуляторных требований к достаточности капитала 1-го уровня. См.: Valencia F., Varghese R., Yao Weijia, Yépez J.F. Handle with Care: Regulatory Easing in Times of COVID-19. IMF Working Paper. 2021. No. 49, p. 3. URL: <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2020/dec/the-response-by-central-banks-in-advanced-economies-to-covid-19.html> (дата обращения: 20.03.2022).

В целом, ЦБ во всем мире быстро и масштабно реагировали на кризис COVID-19, расширяя как уже действовавшие программы поддержки финансового сектора, так и развертывая новые, часто действуя совместно с органами налогово-бюджетного регулирования для дополнительной поддержки отдельных секторов экономики. Хотя отдельные реализованные ЦБ меры отражают особенности их экономик, институтов, степень развитости финансового рынка, у них было и несколько общих черт: а) во многом совпадали скорость и масштабы антикризисных мер ЦБ развитых экономик и стран с формирующимися рынками; б) ЦБ обеих групп стран применяли более широкий перечень инструментов, чем в ходе купирования кризиса 2007–2009 гг.

Сопоставим денежно-кредитные меры управления кризисом COVID-19, какие в экстренном порядке реализовывали ЦБ пяти развитых экономик (США, Великобритания, Германия, Канада, Япония) и пяти стран с формирующимися рынками (Бразилия, Россия, Индия, Китай и ЮАР). При общности целей вводимых мер ЦБ этих двух групп стран (стабилизация ситуации на финансовых рынках, предотвращение развития нового системного финансового кризиса и ограничение сжатия реальной активности) они использовали как общие (см. *таблицу*), так специфично национальные инструменты и набор мер.

*Процентные ставки.* Как показано в *таблице*, ЦБ развитых экономик, включенных в выборку, активно применяли традиционные инструменты денежно-кредитного регулирования, в том числе снижение политической процентной ставки: ФРС снижал политическую ставку с 1,625 до 1,125%, Банк Англии — с 0,75 до 0,10%; Банк Канады — с 1,75 до 0,25% [12], но в отличие от Банка Японии и ЕЦБ удерживали их на положительной территории [13]. ЦБ стран БРИКС, помимо снижения политических ставок<sup>6</sup>, другие традиционные инструменты использовали значительно в меньшей степени, чем ЦБ развитых экономик. Если в развитых экономиках политические (ключевые) ставки приблизились к нулевой отметке или стали еще более отрицательными, т.е. у национальных ЦБ практически не осталось пространства для регулирования финансовых условий через изменения

<sup>6</sup> ЦБ Бразилии снижал ее на 225 б.п. до 2%; ЦБ России — 200 б.п. до 4,25%; Резервный банк Индии снижал ставку РЕПО на 115 б.п. до 4%, а ставку обратного РЕПО — на 155 б.п. до 3,35%; Народный банк Китая снижал ставки по целевым кредитам, 7- и 14-дневным РЕПО на 30 б.п., а по программе среднесрочного кредитования на 1 год (MLF) на 30 б.п.; Резервный банк ЮАР — на 25 б.п. до 3,25%. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#B> (дата обращения: 20.03.2022).

Таблица / Table

**Применение ЦБ денежно-кредитных инструментов в течение кризиса, вызванного пандемией COVID-19 / Monetary instruments used by Central Banks during the crisis caused by the COVID-19 pandemic**

| Инструменты / Instruments                              | Развитые экономики / Advanced economies |   |   |   |   | Страны БРИКС / BRICS countries |   |   |     |     |
|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------|---|---|---|---|--------------------------------|---|---|-----|-----|
|                                                        | США                                     | В | Г | К | Я | Б                              | Р | И | КНР | ЮАР |
| Снижение политической (ключевой) ставки*               | +                                       | + |   | + |   | +                              | + | + | +   | +   |
| <b>Кредитные операции / предоставление ликвидности</b> |                                         |   |   |   |   |                                |   |   |     |     |
| Предоставление ликвидности                             | +                                       | + | + | + | + | +                              |   | + | +   | +   |
| Целевое кредитование                                   | +                                       | + | + |   | + | +                              |   |   | +   | +   |
| <b>Покупки активов</b>                                 |                                         |   |   |   |   |                                |   |   |     |     |
| Государственных облигаций                              | +                                       | + | + | + | + |                                |   | + |     |     |
| Коммерческих векселей                                  | +                                       | + | + | + | + |                                |   |   |     |     |
| Корпоративных облигаций                                | +                                       | + | + | + | + |                                |   |   |     |     |
| Других частных активов                                 |                                         |   | + |   |   |                                |   |   |     |     |
| <b>Норма обязательного резервирования</b>              |                                         |   |   |   |   |                                |   |   |     |     |
| Снижение нормы обязательного резервирования            | +                                       |   |   |   |   | +                              |   | + | +   |     |

Примечание: В – Великобритания; Г – Германия; К – Канада; Я – Япония; Б – Бразилия; Р – Россия; И – Индия.

\* За исключением зоны евро (–0,5%) и Японии (–0,1%), где политические ставки уже были отрицательными.

Источник / Source: [2].

значений краткосрочных процентных ставок, то в странах БРИКС даже в разгар кризиса номинальные значения политических ставок оставались положительными. В то же время, хотя у ЦБ стран с формирующимися рынками сохранялись возможности дальнейшего снижения номинальных политических ставок, они были не готовы к их снижению до отрицательных значений.

Помимо регулирования политических процентных ставок, ЦБ стран с формирующимися рынками стали использовать в своих публичных коммуникациях «нетрадиционный» инструмент ЦБ развитых экономик — «указания о будущем изменении процентной ставки» для стабилизации ожиданий участников рынка [14].

В целом, ЦБ обеих групп стран при управлении кризисом COVID-19 в меньшей степени, чем при противодействии последствиям глобального финансового кризиса, использовали регулирование политических процентных ставок и пытались направлять рыночные ожидания, более четко информируя о возможной их будущей динамике.

*Рефинансирование коммерческих банков и иных хозяйствующих субъектов.* ЦБ и развитых экономик, и стран с формирующимися рынками предоставляли дополнительную ликвидность финансовым институтам, исключение — Россия, в банковской системе которой в начале кризиса COVID-19 сохранялся значительный структурный профицит ликвидности. Многие включенные в выборку ЦБ расширяли объемы и масштабы принявшихся программ кредитования финансовых институтов и вводили новые программы экстренного кредитования, вносили изменения в ломбардные списки принимаемых обеспечений и списки возможных участников, опираясь на опыт, накопленный в процессе противодействия распространению глобального финансового кризиса.

Так, ЦБ Бразилии открывал программу кредитования финансовых институтов, принимая в качестве обеспечения корпоративные облигации и пулы кредитов. Особым способом поддержки банков стала программа новых срочных депозитов с особыми

гарантиями (DPGE)<sup>7</sup>. Ряд ЦБ стран с формирующимися рынками широко использовали программы целевого кредитования. Например, Резервный банк Индии вводил программу TLTRO-2.0<sup>8</sup> (Нацеленные долгосрочные операции РЕПО), согласно которой финансирование предоставлялось на аукционной основе на срок в 3 года по политической ставке РЕПО, привлекавшееся финансирование должно было направляться на инвестиции в облигации с ин-

***В целом, ЦБ во всем мире быстро и масштабно реагировали на кризис COVID-19, расширяя как уже действовавшие программы поддержки финансового сектора, так и развертывая новые, часто действуя совместно с органами налогово-бюджетного регулирования для дополнительной поддержки отдельных секторов экономики.***

вестиционным рейтингом, коммерческие векселя, неконвертируемые обязательства небанковских финансовых корпораций. Народный Банк Китая, среди других мер расширял программу кредитования банков для возобновления ими кредитования и переучета коммерческих векселей производителей медицинской продукции и товаров повседневного спроса, микро-, малых и средних предприятий и предприятий аграрного сектора, предусматривавшую пониженные процентные ставки<sup>9</sup>. Оба ЦБ оказывали поддержку ликвидностью местным правительствам через операции

РЕПО и увеличение лимитов эмиссии облигаций местными правительствами.

Аналогично, и ряд ЦБ развитых экономик вводил программы целевого кредитования [15]. Так, ЦБ Японии кредитовал финансовые институты для стимулирования финансирования корпораций, временно увеличивал темпы покупок биржевых торгуемых фондов (ETFs) и публичных инвестиционных трастов недвижимости (J-REITs), а также объемы покупок коммерческих векселей и корпоративных облигаций. В США ФРС одновременно реализовывала несколько программ целевого кредитования, в том числе программу фондирования коммерческих векселей<sup>10</sup> для стимулирования их выпусков компаниями и муниципалитетами; программу кредитования первичных дилеров, по которой в качестве обеспечения принимался широкий круг ценных бумаг, имевших инвестиционный рейтинг; программу срочного кредитования ценных бумаг, обеспеченных активами (студенческими кредитами, автокредитами, кредитами по кредитным картам, кредитами, гарантированными администрацией малого бизнеса и др.), нацеленную на поддержание эмиссий таких инструментов<sup>11</sup> и др.

**Финансирование правительства.** Хотя действующие в настоящее время стандарты ведения дел ЦБ запрещают им напрямую оказывать кредитную поддержку национальным правительствам и/или покупать государственные ценные бумаги на первичном рынке, законодательства ряда стран содержат соответствующие оговорки, допускающие подобные операции в экстренных случаях. Так, Банк Англии, как и в ходе глобального финансового кризиса, объявлял о возможном прямом авансировании счета (овердрафт) Казначейства при необходимости. Особое место среди поддерживающих мер ЦБ были операции по оказанию финансовой поддержки местным правительствам, осуществлявшихся в основном через программы покупки активов. Оказывая прямую финансовую поддержку центральным и местным правительствам, отдельным секторам экономики или группам домашних хозяйств, тем самым ЦБ и развитых экономик, и стран с формирующимися рынками, замещали

<sup>7</sup> Preserving the regular operation of the financial system and the Brazilian economy. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/10/05/mcs100520-brazil-staff-concluding-statement-of-the-2020-article-iv-mission> (дата обращения: 15.06.2021).

<sup>8</sup> Reserve Bank Announces Targeted Long-Term Repo Operations 2.0 (TLTRO 2.0). 2020. Apr 17. URL: <https://www.rbi.org.in/CommonPerson/english/Scripts/PressReleases.aspx?Id=3207> (дата обращения: 15.06.2021).

<sup>9</sup> PBOC increases re-lending, re-discount quota by 500 billion yuan to support small businesses. 2020, 27 Feb. URL: <https://news.cgtn.com/news/2020-02-27/PBOC-increases-re-lending-re-discount-quota-by-500-billion-yuan-OqpvcLQbh6/index.html> (дата обращения: 20.03.2022).

<sup>10</sup> Commercial Paper Funding Facility: Program Terms and Conditions. 2020. No. 30. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20201130a1.pdf> (дата обращения: 20.03.2022).

<sup>11</sup> Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF). 2020, July 28. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200728a6.pdf> (дата обращения: 20.03.2022).

своими мерами программы бюджетных расходов, т.е. проводили квазифискальные операции.

*Программы покупки активов.* ЦБ реализовывали разнообразные программы покупок активов для выделения рынкам ликвидности и поддержания их плавного функционирования. Объемы программ были очень масштабными, в ряде случаев неограниченными, а темп наращивания покупок превосходил тот, что был в период глобального финансового кризиса. Только за апрель 2020 г. 4 крупнейших ЦБ купили активов почти на 1,5 трлн долл. США, или в 6 раз больше, чем на пике глобального финансового кризиса [16]. В развитых экономиках программы покупки активов играли ключевую роль, в то время как в странах с формирующимися рынками их роль была более ограниченной. В развитых экономиках только 40% программ покупок активов были новыми, в то время как в странах с формирующимися рынками доля новых программ превысила 90%. Одной из общих характеристик было то, что программы покупок активов во многом включали долгосрочные инструменты (более 70% мер). В развитых экономиках существующие программы в основном были увеличены по объему, но в меньшей степени по частоте и типу покупаемых активов. Программы покупки частных активов составляли около половины. В развитых экономиках ЦБ активировали такие программы для прямой поддержки нефинансового сектора. Большинство программ включало векселя или корпоративные облигации. Другие типы активов включали покрытые облигации, акции и ценные бумаги, обеспеченные активами и ипотеками [12].

*Обязательное резервирование.* Из развитых экономик только в США вносили изменения в резервную политику. В странах с формирующимися рынками изменение резервной политики было более частым. В большинстве случаев это было снижение нормы обязательного резервирования, т.е. наполнение финансового рынка дополнительной ликвидностью. Так, снижение ЦБ Бразилии нормы обязательного резервирования по срочным депозитам с 25 до 17% способствовало инъекции в банковскую систему 68 млрд реалов (12 млрд долл.). Китай снижал норму обязательного резервирования на 200 б.п. для банков, реализующих политику инклюзивных финансов и сельских банков. Наконец, некоторые ЦБ объявляли о мерах, связанных с изменениями в составе активов коммерческих банков, которые можно учитывать как резервы. Например, ЦБ Аргентины разрешал использовать в таком качестве собственные долговые инструменты, ЦБ

Филиппин — кредиты, гарантированные МСП, ЦБ Малайзии — государственные облигации.

Разнообразные ответы ЦБ на кризис COVID-19 положили конец разграничению между «традиционной» и «нетрадиционной» монетарной политикой. Использование указаний о вероятном будущем движении процентных ставок, покупок активов, разнообразных программ кредитования стало обычным инструментарием денежно-кредитной политики и управления кризисом. Но и после того, как ЦБ обеих групп стран свернут чрезвычайные меры, их балансы останутся на продолжительное время намного большими, чем накануне кризиса, а сами ЦБ — подвержены большему числу факторов риска. Приобретая, например, такие финансовые инструменты, как корпоративные облигации, коммерческие векселя, пулы кредитов или выделяя необеспеченные кредиты на длительный срок, ЦБ берут на себя соответствующие дополнительные риски (кредитный риск, валютный риск и процентный риск).

Расширяя применяемый инструментарий, мотивы действий ЦБ различались и менялись со временем. Многие ЦБ фокусировали внимание на стабилизации рынков. Это помогало оправдать быстрые и крупные покупки государственных облигаций и интервенции на частных рынках посредством ранее не использовавшихся методов. Другое явное отличие антикризисных мер ЦБ в ходе COVID-19 от прошлого кризиса — ЦБ стран с формирующимися рынками, применяя «нетрадиционный» инструментарий, использовавшийся в прошлом ЦБ развитых экономик, не провоцировали развитие негативных рыночных реакций. Группа ЦБ стран с формирующимися рынками, применявших валютные интервенции, больше накапливали, чем тратили, официальные резервы.

В стремлении способствовать восстановлению экономики многие ЦБ увеличивали масштабы своих операций, что отразилось на значительном росте их балансовых операций. Помимо мер денежно-кредитного регулирования, ЦБ применяли меры макропруденциального регулирования. Так, ЦБ развитых экономик разрешали финансовым институтам высвобождать консервативный буфер капитала и вводили запрет на выплаты дивидендов. ЦБ стран с формирующимися рынками существенным образом смягчали пруденциальные требования к кредитным организациям и правила оценки активов, в том числе номинированные в иностранной валюте, для поддержки их формальной платежеспособности и способности продолжать кредитование реального сектора экономики.



## ТЕКУЩЕЕ ИЗМЕНЕНИЕ ФУНКЦИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

С конца 1980-х гг. общепринятым стало следующее определение функционала ЦБ: 1) единый эмиссионный центр; 2) регулятор экономики монетарными методами; 3) кредитор последней инстанции для банков; 4) банк правительства; 5) организатор национальной платежной системы. Представленный узкий подход показал свою не состоятельность во время мирового финансового кризиса 2007 г. Более того, в ходе финансовых реформ 2010-х гг. функции и мандаты ЦБ расширялись и трансформировались с учетом усложнения и динамики финансовых рынков, а также процессами цифровизации финансового посредничества. Кризис 2020 г. внес дополнительные коррективы в инструментарий и функционал ЦБ. Отметим ключевые направления этих изменений.

Исторически государственное регулирование денежного обращения и эмиссия денег являются первой важнейшей функцией большинства ЦБ. Но в настоящее время необходимость сохранения за ЦБ данной функции все чаще подвергается сомнению как со стороны сторонников отказа от денежной монополии ЦБ и возврата к частным деньгам<sup>12</sup>, так и тех, кто доказывает возможность перехода на единую глобальную валюту или несколько валют, имеющих всеобщее хождение [17, 18]. Сокращение сферы использования наличных денег, развитие финансовых технологий и эксперименты ЦБ по созданию цифровых национальных валют позволяют предположить, что в будущем функция ЦБ как «эмиссионного центра» может быть дополнена функцией «контролера национального денежного обращения», если ЦБ будут нести ответственность и вести учет распределения цифровых валют между пользователями. Как следует из проектов ряда ЦБ по эмиссии национальных цифровых валют, ЦБ будут сами вести учет их непосредственного обращения или делегировать это полномочие системно значимым банкам.

Вторая традиционная функция ЦБ — денежно-кредитное регулирование или реализация государственной монетарной политики. Используя инструменты денежно-кредитного регулирования и манипулируя своими резервами, ЦБ посредством своих балансовых операций влияют на предложение денег или величину процентных ставок в экономике. Вместе с тем, как следует из практики ЦБ в ходе

купирования негативных последствий кризисов последних лет, ЦБ стали распространять свое регулирование на сегменты рынков, находящихся вне их прямой ответственности (например, рынки недвижимости), и вводить новые инструменты, замещающие программы бюджетных расходов. Тем самым, ЦБ совместно (а в ряде случаев вместо) с министерствами финансов становятся проводниками государственной финансовой политики.

Инструментарий монетарного регулирования пересекается с другой классической функцией центрального банка — функцией кредитора последней инстанции, которая подразумевает поддержку ликвидностью значимых участников (или сегментов) финансового рынка, если другие механизмы восполнения ликвидности временно не работают. В зависимости от структуры и глубины национального финансового рынка функция кредитора последней инстанции стала распространяться на небанковских финансовых посредников, системно значимых производителей и даже местные правительства. В странах, в которых имеются высокие валютные риски для производителей-экспортеров, ЦБ, осуществляя им финансовую помощь, стали выполнять функцию «хеджера последней инстанции» [19].

ЦБ стали более активно воздействовать на участников финансового рынка, подавая «голосовые сигналы рынку». Это происходит не только в отношении изменения политической процентной ставки. Как показывает практика, ЦБ может выполнять функцию поддержки последней инстанции, используя так называемый «эффект объявления», когда для нормализации ситуации на каком-либо рыночном сегменте или для восстановления доверия к определенному типу участников рынка ЦБ достаточно обнародовать сообщение о введении конкретной программы.

Выполняя новые функции, ЦБ напрямую стимулировали совокупные расходы хозяйствующих субъектов, покупая разные классы фондовых инструментов, тем самым фондируя соответствующие небанковские сегменты финансового рынка и поддерживая совокупную экономическую активность. Таким образом, ЦБ стал выполнять функцию «маркетмейкера последней инстанции» [20].

В последние годы ЦБ стали уделять повышенное внимание развитию общей национальной финансовой грамотности населения, т.е. выполнять просветительскую функцию. Было признано, что финансовая грамотность — один из трех ключевых элементов (наряду с защитой потребителей финансовых услуг и повышением доступности этих услуг) расширения финансовых возможностей граждан

<sup>12</sup> Например, в начале лета 2021 г. Сальвадор принял законодательное решение приравнять частные деньги в виде цифрового программного кода к другим фиатным валютам и разрешил их использование в виде официального платежного средства.

и поддержки финансовой стабильности в целом. Многие страны, в том числе и Россия, в настоящее время реализуют национальные программы финансового обучения населения. В России данная функция внесена в действующее законодательство о ЦБ, и реализуются соответствующие программы.

Обозначенные процессы эволюции функций ЦБ коренным образом меняют их роль и место, с одной стороны, в системе государственного управления, а с другой — делают их деятельность все более комплексной и сложной, или по образному выражению «искусством возможного».

## ВЫВОДЫ

Существовавший до кризиса 2007 г. стандартный подход к ведению дел ЦБ в разгар глобального финансового кризиса продемонстрировал недостаточную эффективность. Он не учитывал особенности эволюции современных финансовых систем и рынков, роль небанковских финансовых посредников, взаимосвязи между разными типами финансовых институтов, а также трансграничные связи между национальными финансовыми системами и др. Ответом мирового сообщества на выявленные кризисом провалы стали масштабные реформы финансового регулирования и расширение полномочий и сфер ответственности ЦБ. В результате решения ЦБ стали выходить за рамки чисто монетарной сферы и оказывать воздействие на распределение ресурсов между экономическими секторами и влиять на уровень дифференциации доходов домашних хозяйств.

Уже в самом начале мирового кризиса 2020 г., вызванного пандемией, ЦБ быстро и масштабно вводили разнообразные меры, призванные купировать негативные последствия неожиданного и резкого сжатия экономической активности. Помимо поддержания на должном уровне ликвидности в национальной финансовой системе ЦБ, большое внимание уделяли механизмам взаимодействия с министерствами финансов (казначействами), новым каналам финансирования бизнеса, поддержке домашних хозяйств. Для этого ЦБ использовали действующие в обычных условиях программы и меры; вводили инструменты, применявшиеся в ходе глобального финансового кризиса; разрабатывали и применяли новые инструменты, меняющие преобладающие представления о том, что должны и могут делать ЦБ, и об их роли в современных экономиках.

ЦБ во всем мире реагировали быстро и масштабно на экономический кризис, вызванный пандемией, часто совместно с фискальными органами. В развитых экономиках у них была двоякая цель: в на-

чале пандемии меры монетарной политики были нацелены на стабилизацию финансовых рынков и предотвращение вероятности, что пандемия перерастет в новый финансовый кризис; когда ситуация с ликвидностью в секторах домашних хозяйств и корпораций стала ухудшаться, приоритетной целью ЦБ стало ограничение сжатия реальной активности путем предоставления кредита частному сектору по привлекательным условиям, несмотря на рост кредитного риска. Ответы ЦБ стран с формирующимися рынками отражали ряд специфичных факторов, с какими сталкивались их экономики. В начале 2020-х гг. большинство этих стран находилось в низкой точке делового цикла, когда совокупный спрос в целом был ниже потенциального. В условиях крупных оттоков капитала и девальваций национальных валют ЦБ в этих странах проводили монетарную политику, ориентированную на внутренние цели, а именно на поддержку совокупного спроса.

В процессе управления текущим кризисом ЦБ многих стран существенно расширили границы своей функции кредитора последней инстанции, предоставляя экстренное финансирование не только банкам, финансовым институтам, отдельным сегментам финансового рынка, но и важным для национальной экономики отраслям и группам предприятий. Оказывая прямую финансовую поддержку центральным и местным правительствам, отдельным секторам экономики или группам домашних хозяйств, тем самым ЦБ и развитых экономик, и стран с формирующимися рынками замещали своими мерами программы бюджетных расходов, т.е. проводили квазифискальные операции. Применение новых инструментов и активизация деятельности ЦБ позволяет по-новому сформулировать их современные функции: контролер национального денежного обращения; проводник государственной финансовой политики; хеджер последней инстанции; маркетмейкер последней инстанции; банкир правительства; просветитель (развитие финансовой грамотности).

В заключение отметим, что в процессе управления последними кризисами ЦБ активно расширяли свой инструментарий и функции, в том числе за счет увеличения своих балансовых активов и пассивов. Данный факт нельзя оценить однозначно, поскольку его последствия пока оценить сложно с точки зрения улучшения экономической активности в долгосрочном аспекте и дальнейшего влияния на инфляцию. Вместе с тем изменение функций и развитие операций ЦБ является эволюционным процессом и должно соответствовать динамике экономического развития стран.

## БЛАГОДАРНОСТИ

Работа выполнена в рамках финансирования гранта РФФИ по проекту № 20-010-00346. Государственный университет управления, Москва, Россия.

## ACKNOWLEDGEMENTS

This study was supported by the Russian Foundation for Basic Research under Scientific Project No. 20-010-00346. State University of Management, Moscow, Russia.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Чекетти С., Такер П. Операции центральных банков: новая основа и новый словарь. ЭКОНС. Экономический разговор. 03.06.2021. URL: [https://econs.online/articles/opinions/byudzhetskaya-politika-novyy-povorot/?bx\\_sender\\_conversion\\_id=363566&utm](https://econs.online/articles/opinions/byudzhetskaya-politika-novyy-povorot/?bx_sender_conversion_id=363566&utm)  
Cecchetti S., Tucker P. Central bank operations: A new framework and a new vocabulary. ECONS. Economic Conversations. June 03, 2021. URL: [https://econs.online/articles/opinions/byudzhetskaya-politika-novyy-povorot/?bx\\_sender\\_conversion\\_id=363566&utm](https://econs.online/articles/opinions/byudzhetskaya-politika-novyy-povorot/?bx_sender_conversion_id=363566&utm) (In Russ.).
2. Cantú C., Cavallino P., De Fiore F., Yetman J. A global database on central banks' monetary responses to Covid-19. BIS Working Paper. 2021;(934). URL: <https://www.bis.org/publ/work934.pdf>
3. Borio C. Central banking in challenging times. BIS Working Paper. 2019;(829). URL: <https://www.bis.org/publ/work829.pdf>
4. Braun B. Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank. Berlin: Transparency International EU; 2017. 77 p. URL: [https://pure.mpg.de/rest/items/item\\_2417324/component/file\\_2417322/content](https://pure.mpg.de/rest/items/item_2417324/component/file_2417322/content)
5. Nakajima M. The redistributive consequences of monetary policy. *Business Review*. 2015;(2):9–16. URL: <https://www.philadelphiafed.org/-/media/frbp/assets/economy/articles/business-review/2015/q2/brq215.pdf>
6. Buiter W.H. Central banks: Powerful, political and unaccountable? *Journal of the British Academy*. 2014;2:269–303. URL: [https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/1551/10\\_Buiter\\_Keynes\\_1803.pdf](https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/1551/10_Buiter_Keynes_1803.pdf)
7. Кузнецова В.В. Банк России как кредитор последней инстанции. *Банковское дело*. 2015;(4):6–14.  
Kuznetsova V.V. The Bank of Russia as a lender of last resort. *Bankovskoe delo = Banking*. 2015;(4):6–14. (In Russ.).
8. Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Note. 2010;(03). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>
9. Tucker P. The lender of last resort and modern central banking: Principles and reconstruction. BIS Papers. 2014;(79):10–42. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79.pdf>
10. Romelli D. The political economy of reforms in central bank design: Evidence from a new database. In: Proc. 60<sup>th</sup> Annu. sci. conf. Italian Economic Association (Palermo, Oct. 24–26, 2019). Ancona: IEA; 2019. URL: [https://siecon3-607788.cdn77.org/sites/siecon.org/files/media\\_wysiwyg/sie2019-the\\_political\\_economy\\_of\\_reforms\\_in\\_cbi.pdf](https://siecon3-607788.cdn77.org/sites/siecon.org/files/media_wysiwyg/sie2019-the_political_economy_of_reforms_in_cbi.pdf)
11. Tucker P. Is the financial system sufficiently resilient: A research programme and policy agenda? BIS Working Paper. 2019;(792). URL: <https://www.bis.org/publ/work792.pdf>
12. Vallence C., Wallis P. The response by central banks in advanced economies to COVID-19. *Reserve Bank of Australia Bulletin*. 2020;(Dec.). URL: <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2020/dec/the-response-by-central-banks-in-advanced-economies-to-covid-19.html>
13. Eggertsson G.B., Juelsrud R.E., Summers L.H., Wold E.G. Negative nominal interest rates and the bank lending channel. NBER Working Paper. 2019;(25416). URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w25416/w25416.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25416/w25416.pdf)
14. Christelis D., Georgarakos D., Jappelli T., van Rooij M. Trust in the central bank and inflation expectation. ECB Working Paper Series. 2020;(2375). URL: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb\\_wp2375-2bac6e6836.en.pdf?7c62b36d3ade113c802c3333d05b8df4](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb_wp2375-2bac6e6836.en.pdf?7c62b36d3ade113c802c3333d05b8df4)
15. Haas J., Neely C.J., Emmon W.R. Responses of international central banks to the COVID-19 crisis. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2020;102(4):347–348. URL: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/2020/10/22/responses-of-international-central-banks-to-the-covid-19-crisis.pdf>
16. Summers L.H., Stansbury A. Whither central banking? Project Syndicate. Aug. 23, 2019. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-bankers-in-jackson-hole-should-admit-impotence-by-lawrence-h-summers-and-anna-stansbury-2-2019-08>

17. Ларина О.И., Акимов О.М. Цифровые деньги на современном этапе: ключевые риски и направления развития. *Финансы: теория и практика*. 2020;24(4):18–30. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–4–18–30  
Larina O.I., Akimov O.M. Digital money at the present stage: Key risks and development directions. *Finance: Theory and Practice*. 2020;24(4):18–30. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–4–18–30
18. Dow S. Global currency reform: A proposal. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*. 2017;30(2):79–82. DOI:10.4197/Islec.30–2.8
19. Gonzalez R.B., Khametshin D., Peydró J.-L., Polo A. Hedger of last resort: Evidence from Brazilian FX interventions, local credit, and global financial cycles. BIS Working Paper. 2019;(832). URL: <https://www.bis.org/publ/work832.pdf>
20. Hauser A. From lender of last resort to market maker of last resort via the dash for cash: Why central banks need new tools for dealing with market dysfunction. London: Bank of England; 2021. 13 p. URL: <https://www.bis.org/review/r210113a.pdf>

### ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



**Валентина Вильевна Кузнецова** — кандидат исторических наук, доцент, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия  
**Valentina V. Kuznetsova** — Cand. Sci. (Hist.), Assoc. Prof., M. V. Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia  
<https://orcid.org/0000-0002-8698-4295>  
[vkuz\\_55@mail.ru](mailto:vkuz_55@mail.ru)



**Ольга Игоревна Ларина** — кандидат экономических наук, доцент, Государственный университет управления, Москва, Россия  
**Ol'ga I. Larina** — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., State University of Management, Moscow, Russia  
<https://orcid.org/0000-0002-9841-8194>  
 Автор для корреспонденции / Corresponding author  
[oilarina@mail.ru](mailto:oilarina@mail.ru)

*Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.*  
*Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила в редакцию 02.07.2021; после рецензирования 15.07.2021; принята к публикации 17.12.2021.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was submitted on 02.07.2021; revised on 15.07.2021 and accepted for publication on 17.12.2021.*

*The authors read and approved the final version of the manuscript.*