

АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

DOI 10.26163/GIEF.2021.38.65.001
УДК 336.02:(005.418+005.334)

V.E. Krolivetskaya, I.P. Leontyeva

TRANSFORMATION OF TOOLS AND RISKS OF MONETARY POLICY UNDER PANDEMIC CRISIS

Valeria Krolivetskaya – Head of the Department of Finance and Credit, State Institute of Economics, Finance, Law and Technology, Doctor of Economics, associate professor, Gatchina; **e-mail: mail26@yandex.ru**.

Irina Leontyeva – senior lecturer, the Department of Banks, Financial Markets and Insurance, St. Petersburg State University of Economics, PhD in Economics, St. Petersburg; **e-mail: leoni64@mail.ru**.

We systemize key directions of the transformation of monetary policy tools of leading world central banks during the pandemic crisis. We analyze advantages, risks and conditions of effective use of new tools of non-conventional monetary policy. We substantiate the commitment of the Bank of Russia to applying mostly conventional tools of monetary policy combined with deliberate approach to macroprudential regulating.

Keywords: tools and risks of monetary policy; quantitative easing; public debt; control of long-term rates; crisis mechanisms of lender of last resort; targeted allocation of bank loans.

В.Э. Кроливецкая, И.П. Леонтьева

ТРАНСФОРМАЦИЯ ИНСТРУМЕНТАРИЯ И РИСКИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В ПЕРИОД ПАНДЕМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

Валерия Эдуардовна Кроливецкая – зав. кафедрой финансов и кредита, Государственный институт экономики, финансов, права и технологий, доктор экономических наук, доцент, г. Гатчина; **e-mail: mail26@yandex.ru**.

Ирина Петровна Леонтьева – доцент кафедры банков, финансовых рынков и страхования, Санкт-Петербургский государственный экономический университет, кандидат экономических наук, г. Санкт-Петербург; **e-mail: leoni64@mail.ru**.

В статье систематизированы ключевые направления трансформации инструментария монетарной политики ведущих мировых центральных банков в период пандемического кризиса. Проанализированы преимущества, риски и условия эффективного использования новых инструментов нетрадиционной монетарной политики. Обоснована целесообразность приверженности Банка России к применению преимущественно традиционных инструментов монетарной политики в сочетании с взвешенным подходом к макропруденциальному регулированию.

Ключевые слова: инструментарий и риски монетарной политики; количественное смягчение; государственный долг; контроль долгосрочных ставок; антикризисные механизмы кредитора последней инстанции; адресное перераспределение банковских кредитов.

Трансформация механизмов антикризисного регулирования центральных банков, которая началась в период мирового финансового кризиса 2007–2009 гг., уси-

лилась в условиях пандемии – как в части формирования нового инструментария, так и в части трансформации сроков предоставления ресурсов [12]. В результате

сегодня формируется некое новое понимание роли центрального банка в решении кризисных проблем и совокупности используемых для этих целей инструментов.

Так, если традиционно центральные банки как кредиторы последней инстанции призваны были регулировать краткосрочную ликвидность банковского сектора в целях достижения финансовой стабильности, а основным инструментом денежно-кредитной политики выступали операции на открытом рынке (также преимущественно краткосрочные), то сегодня роль регуляторов как поставщиков финансовых ресурсов выходит далеко за рамки банковского сектора, охватывая и небанковских финансовых посредников, и правительства, и опосредованно реальный сектор. При этом все в большем масштабе центральные банки предоставляют экономике средне- и долгосрочные ресурсы. В результате происходит расширение границ понимания самой сущности центральных банков, и параллельно с этим возникает угроза нарушения ключевых принципов их деятельности, в первую очередь речь идет об их независимости от исполнительной власти в условиях, когда центральные банки фактически становятся прямыми кредиторами правительств.

Параллельно с тенденцией трансформации сущности и инструментария центральных банков усиливается и тенденция снижения процентных ставок, особенно актуализованная с началом пандемии. В результате в большинстве развитых экономик процентные ставки находятся на околонулевом уровне (0,25% в Канаде и Новой Зеландии, 0,0–0,25% в США, 0,1% в Великобритании и Австралии, 0,0% в ЕЦБ, -0,1% в Японии) [6]. Причем эти две тенденции взаимообуславливающие. Именно потому, что в условиях низких ставок очень сложно использовать классический инструмент влияния на стоимость и объемы рыночной ликвидности – ключевую ставку (поскольку в условиях, когда она стремится к нулю, маневр для ее дальнейшего снижения практически исчерпан), регуляторы вынуждены в большей мере прибегать к инструмента-

рию «нестандартной» монетарной политики [4]. С другой стороны, широкое применение программ количественного смягчения требует удержания ставок на низком уровне, чтобы не допустить резкого увеличения стоимости финансирования растущих государственных расходов.

Проанализируем ключевые направления трансформации инструментария антикризисного монетарного регулирования и связанные с этим риски.

1. С начала пандемического кризиса ключевым направлением антикризисной денежно-кредитной политики развитых стран снова стало количественное смягчение, хорошо зарекомендовавшее себя в период глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. Начиная с марта 2020 г. ведущие центральные банки возобновили свои программы покупки активов в качестве инструмента поддержания национальных экономик (ФРС – первоначально объявила о покупке их на сумму 700 млрд долл., затем фактически подтвердила возможность безлимитного выкупа долгов, ЕЦБ – на 750 млрд евро, Банк Англии – на 445 млрд ф.ст.). В результате если в 2007 г. активы центробанков США, еврозоны, Великобритании, Японии составляли от 6% до 20% номинального ВВП, то к концу 2020 г. баланс ФРС составил 34% ВВП, ЕЦБ – 59%, Банка Англии – 40%, а Банка Японии – 127% [12].

В связи с этим возобновились теоретические дискуссии относительно позитивных и негативных последствий количественного смягчения. В качестве возможного негативного эффекта отмечается рост цен [17]. Однако для развитых экономик, в которых существует реальная угроза дефляции, некоторый рост цен – это в краткосрочной перспективе, скорее, позитивный эффект, поскольку официальная статистика в странах, реализующих программы количественного смягчения, не демонстрирует существенного роста цен в 2020 г. (до 2% в год) [11]. Однако по мере восстановления экономической активности и реализации отложенного спроса усиление инфляционного давления возможно.

Позитивные эффекты количественно-

го смягчения в основном сводятся к тому, что в условиях низких и тем более отрицательных, ставок операции по покупке активов не только могут способствовать стабилизации и даже росту экономических показателей, но также позволят избежать кризиса на рынке государственных долговых обязательств, существенно выросшем в условиях нового кризиса [18]. При этом околонулевые процентные ставки позволяют финансировать возросшие обязательства государства и расходы государственного бюджета практически бесплатно.

Безусловно, следует помнить о том, что в случае прямой покупки регулятором государственных облигаций у эмитента в ходе их первичного размещения формально нарушается законодательный запрет на такие операции и, соответственно, может быть поставлена под сомнение независимость центрального банка от правительства. Однако здесь можно выдвинуть как минимум два аргумента в защиту количественного смягчения. Во-первых, совершенно очевидно, что такую меру следует рассматривать как реанимационный экономический и фискальный механизм, который не планируется использовать в долгосрочной перспективе. Т.е. по мере стихания последствий пандемического кризиса портфели ценных бумаг центральных банков снова вернутся к докризисным объемам и структуре.

Во-вторых, естественным стабилизатором объемов выкупа долгов станут постепенно растущие процентные ставки. Действительно, по мере восстановления экономик и роста внутреннего спроса несколько вырастут темпы инфляции, на что денежные власти (по крайней мере те, кто придерживаются режима таргетирования инфляции) должны будут ответить ростом процентных ставок (как это уже трижды сделал с начала года Банк России, постепенно поднимая ключевую ставку с 4,25% до 5,5%). С учетом высоких инфляционных ожиданий и устойчивой тенденции к росту цен не исключено дальнейшее повышение ключевой ставки в течение года.

Однако здесь следует учитывать и то обстоятельство, что существенный рост

госдолга и долговых портфелей центробанков таит в себе реальный риск фискального доминирования. Как следствие, регулятор может оказаться не в состоянии осуществлять взвешенную монетарную политику, и вместо повышения ставок в ответ на растущую инфляцию будет пытаться облегчить правительству бремя обслуживания долга с целью недопущения суверенного дефолта, удерживая ставки на низком уровне и тем самым рискуя спровоцировать высокую и плохо управляемую инфляцию [17].

Действительно, как оценивает МВФ, для обеспечения дополнительных мер поддержки реального сектора экономики в период пандемического кризиса в 2020 г. госдолг рос существенно: в развитых странах – на 20% ВВП до 125,5% ВВП, в странах со средним уровнем дохода – на 10% ВВП до 62,2% ВВП. Госдолг США за 2020 г. увеличился с 23,2 до 27,7 трлн долл. до 132,8% ВВП [13].

Поэтому следует признать правоту исследователей [2; 17], отмечающих, что главной угрозой возможной неспособности регуляторов в нужный момент правильно отреагировать на растущую инфляцию, являются именно беспрецедентно растущие государственные долги и усиливающееся, в связи с этим, давление фискальных властей на центробанки. Важно, чтобы в странах, использующих количественное смягчение как инструмент поддержки национальных экономик, регуляторы не были ограничены в проведении открытой монетарной политики, сопровождающейся публичными заявлениями о тщательном отслеживании динамики инфляционных ожиданий, и в случае их роста были готовы повышать процентные ставки, не допуская роста инфляции [19].

Страны с формирующимися рынками (СФР) предпочитают в меньшей степени использовать программы количественного смягчения, и на начало 2021 г. в среднем их госдолг составляет только 48% ВВП. В России показатели государственной долговой нагрузки остаются на безопасном уровне даже после существенного роста госдолга в 2020 г. Общий размер госдолга

составляет 20,4% ВВП, в т.ч. внутренний долг – чуть более 13% ВВП [3, с. 45].

Однако важно учесть то обстоятельство, что если в предыдущие кризисы центральные банки СФР, в особенности использующие в качестве таргета монетарной политики темп инфляции, как правило, ужесточали условия предоставления заемных ресурсов, адекватно реагируя на растущие инфляционные ожидания, отток капиталов и девальвацию национальных валют, то особенность коронакризиса заключается в том, что и центробанки СФР склонны к их смягчению, хотя и в меньшей степени, чем регуляторы в развитых странах. Это в первую очередь связано с необходимостью изыскания значительного объема ресурсов для финансирования госпрограмм поддержки компаний и населения. Снижение ставок способствует снижению стоимости государственного долга и, соответственно, снижению нагрузки на госбюджеты.

Так, некоторые регуляторы СФР в 2020 г. использовали комплексный инструментарий для поддержания финансовой стабильности в банковском секторе и на финансовом рынке (в том числе на рынке госдолга): 1) проводили программы выкупа активов (как правило, покупки госбумаг, банковских облигаций и ипотечных ценных бумаг на вторичном рынке, преимущественно у банков, хотя имели место и единичные прямые покупки госбумаг у правительства), но в относительно небольшом объеме (в среднем, до 1,4% ВВП, в отличие от развитых стран, где этот показатель в среднем составляет 10% ВВП). Причем, максимальные объемы выкупа пришлось на апрель 2020 г., а осенью существенно сократились либо были приостановлены; 2) прибегали к прямому кредитованию частного сектора, минуя банки; а самим банкам временно снижали макропруденциальные требования (смягчали обязательные резервные требования и требования по достаточности капитала в сочетании с ограничениями на выплаты дивидендов и обратный выкуп акций с целью сохранения банковского капитала и поддержки кредитования) [5].

Синхронное смягчение монетарной и

фискальной политики, а также регуляторных требований, позволило СФР поддерживать национальные экономики. Избежанию быстрого роста цен способствовали низкие показатели инфляции и инфляционных ожиданий в начале кризиса, достаточно высокий уровень доверия к политике центробанков и кратковременность реализуемых инструментов – большинство программ было свернуто уже к осени 2020 г.

Таким образом, важно понимать, что смягчение монетарного регулирования в качестве антикризисной меры приемлемо для СФР только при условии краткосрочного, точечного применения во избежание рисков снижения финансовой и ценовой стабильности. Обслуживание же возросшего долга при существенно более высоких, чем в развитых странах, ставках может оказаться слишком дорогим, и, следовательно, обеспечить своевременный выход из программ количественного смягчения без угроз роста инфляции и дестабилизации финансовых рынков для стран СФР может быть проблематично. Кроме того, по мнению аналитиков «S&P» [1], для банков СФР после отмены послаблений, связанных с коронавирусом, велик риск существенного ухудшения качества кредитных портфелей, поскольку масштабная кредитная поддержка направлена на малые и средние предприятия (МСП), наиболее пострадавшие от коронакризиса, а доли кредитов МСП более высокие именно в банках СФР.

Российский регулятор неоднократно указывал на то, что в России программы количественного смягчения в качестве инструмента стимулирования спроса использовать не предполагается. Поэтому несмотря на то, что госдолг РФ, выраженный в государственных ценных бумагах, вырос за 2020 г. в 1,5 раза с 9,3 до 14,1 трлн руб. [3, с. 45], объем ценных бумаг в портфеле Банка России ни в абсолютном, ни в относительном выражении практически не изменился и составляет около 1 трлн руб. (или менее 1% ВВП). Причем государственные облигации составляют только около трети портфеля регулятора, то есть менее 0,3% ВВП. Остальные бума-

ги выкуплены им в рамках мер по предупреждению банкротства банков [7, с. 68]. И денежные власти, и правительство в течение 2020 г. предпочитали использовать механизмы адресной поддержки предприятий и населения, пострадавших от коронавируса. Общий объем расходов на антикризисные меры составил 3,5–4,0% ВВП [3, с. 42]. Именно на эти цели использовались средства, вырученные от размещения государственных облигаций, но прямого выкупа этих облигаций регулятором не производилось ни в 2020 г., ни ранее.

2. Традиционным инструментом монетарной политики центробанков выступают краткосрочные ставки. Для оживления экономической активности или улучшения в период кризиса ликвидности (при условии, что реальная ставка, как и уровень инфляции – величины положительные) регулятору, как правило, достаточно снизить ключевую ставку, чтобы рынки адекватно отреагировали снижением стоимости заимствования, ростом ликвидности и улучшением экономических показателей. Однако при использовании околонулевых уровней ставок не всегда удается достичь желаемого влияния на стоимость заимствования на финансовом рынке. Поэтому ведущие мировые регуляторы требуют апробации на практике новых инструментов стимулирования экономической активности, таких как контроль долгосрочных ставок (контроль кривой доходности (yield curve control – YCC)). Пока этот инструмент апробируют только два регулятора – Банк Японии (с 2016 г. контролирует ставки по 10-летним госбумагам на околонулевом уровне) и Банк Австралии (с марта 2020 г. в качестве ответной меры борьбы с коронакризисом перешел к контролю доходности 3-летних госбумаг на уровне 0,3%). Однако в июне 2020 г. сообщалось, что и ФРС «изучает исторический и зарубежный опыт контроля кривой доходности» [20].

Принципиальное отличие контроля кривой доходности от «стандартного» количественного смягчения заключается в том, что в рамках количественного смягчения регулятор покупает объявленное

количество ценных бумаг, не пытаясь оказывать влияние на их цену и доходность, а в случае контроля кривой доходности он, наоборот, не объявляет заранее объем предстоящих покупок ценных бумаг, но доводит до рынка информацию о том, до какого уровня он желал бы снизить этими покупками доходность ценных бумаг (обычно долгосрочных). То есть он фактически устанавливает желаемую цену на долгосрочные бумаги, тем самым влияя на уровень их доходности и, как следствие, на уровень долгосрочных рыночных ставок [9].

Потребность контролировать средние или даже долгосрочные ставки возникает у регуляторов именно в условиях низких ставок, в сочетании с около нулевыми показателями инфляции (то есть при реальной угрозе дефляции), поскольку в этом случае даже снижение ключевой ставки до нуля может не оказать стимулирующего воздействия на экономический рост. Специалисты Федерального резервного банка Нью-Йорка, анализируя результаты проводимой с 2016 г. Банком Японии в рамках монетарной политики программы контроля доходности 10-летних гособлигаций, целевая ставка по которым была установлена на уровне «около нуля процентов» [14], доказали высокую вероятность того, что в этом случае может возникнуть так называемая «ловушка ликвидности», когда даже при нулевых и/или отрицательных ставках население предпочитает сбережения увеличению потребительских расходов. Оживления экономики в этом случае не происходит, высока угроза дефляции, но реальные долгосрочные ставки не снижаются, что тормозит инвестиционную активность.

Именно в такой ситуации регуляторы пытаются прибегнуть к контролю кривой доходности, то есть в качестве таргета используют не краткосрочные, а средние и долгосрочные ставки, чтобы, удерживая их на достаточно низком уровне, способствовать снижению стоимости заемных ресурсов для бизнеса и оживлению инвестиционной и экономической активности.

Исследования американских экономистов [14], как и отчеты японских фи-

нансовых властей [15], подтверждают, что этот инструмент может быть весьма эффективным в достижении поставленной цели, причем при относительно небольших объемах выкупа госбумаг. Так, таргетирование кривой доходности позволило Банку Японии существенно, примерно в 2,5 раза, снизить объемы выкупа госбумаг в 2016–2020 гг. (около 100 трлн иен) по сравнению с покупками активов в рамках программы количественного смягчения в 2013–2015 гг. (240 трлн иен), но при этом в условиях отрицательной ставки (-0,1%) стабильно удерживать доходность долгосрочных госбумаг и темп инфляции на близких к таргетируемым уровнях (около нуля и выше 2% соответственно) [14]. Для регулятора, традиционно удерживающего лидирующую позицию по доле выкупленного рыночного долгосрочного госдолга (48,3% на конец 2020 г. против соответствующего показателя ФРС в 15,3% на начало марта 2020 г. [15, с. 11]), сокращение темпов прироста портфеля госбумаг – важный показатель увеличения эффективности его монетарной политики. При этом отчеты Минфина Японии демонстрируют, что и в январе-марте 2021 г. доходность японских 10-летних облигаций удается поддерживать на уровне существенно более низком (0,01–0,1%), чем наблюдается у английских (0,2–0,8%) и американских (0,9–1,7%) госбумаг соответствующей срочности с минимальной волатильностью [15, с. 7].

Несмотря на пока не слишком широкое распространение YCC, на основании нескольких проведенных американскими, европейскими и российскими экспертами исследований, уже сейчас можно утверждать, что, во-первых, YCC имеет ряд «побочных эффектов» и проблемных аспектов, ставящих под вопрос эффективность и «рыночность» его применения. Так, YCC (впрочем, как и классические масштабные покупки активов) приводит к искажению рыночного ценообразования. Кроме того, финансово-кредитная система очень скоро привыкает к неограниченному притоку ликвидности со стороны регулятора, поэтому может быть крайне сложно обеспечить выход из программы YCC,

не провоцируя развитие кризисных явлений в банковском секторе. Искусственное занижение стоимости долгосрочных финансовых активов также может снизить эффективность перераспределения ресурсов [4]. Наконец, при длительном использовании YCC высока угроза дестабилизации банковского сектора вследствие существенного снижения доходов кредитных организаций в результате сжатия банковской маржи на фоне роста кредитных рисков [21].

Во-вторых, для успешного использования и своевременного выхода из программы таргетирования долгосрочных ставок важно, чтобы были соблюдены определенные условия:

а) опыт Японии [14] подтверждает, что важен высокий уровень доверия участников рынка денежным властям, позволяющий поддерживать цены активов на около-таргетируемом уровне даже при минимальных объемах выкупа госдолга;

б) аналитики Банка Финляндии на основе построенной ими модели доказали, что использование программы возможно только при низкой угрозе роста инфляции, поскольку в противном случае стимулирование низких долгосрочных ставок может противоречить цели поддержания ценовой стабильности. Кроме того, низкая инфляция позволяет регулятору обосновать временный отказ от поддержания цели по инфляции в случае, если цены все же станут расти быстрее таргета [16];

в) аналитики Института Брукингса обосновали важность увязки политики регулятора в отношении краткосрочных и долгосрочных ставок, например, посредством одновременного с YCC введения прогноза движения краткосрочных ставок (forward guidance (FQ) [10]. При этом центробанк всегда должен быть готов к тому, что на определенном этапе реализации программы YCC он может столкнуться с необходимостью выбора, к какому из заявленных таргетов он будет стремиться. Если более важным все же окажется достижение таргета по инфляции, то он будет вынужден поднимать краткосрочные ставки, что вступит в противоречие с политикой YCC;

г) наконец, регулятор должен заранее четко сформулировать для участников рынка стратегию выхода из политики УСС, чтобы минимизировать риски дестабилизации банковского сектора, а также избежать ситуации чрезмерного расширения своего баланса, если реализация стратегии не сопровождается значимым влиянием на уровень долгосрочных ставок [16].

3. Текущий кризис демонстрирует также расширение антикризисных механизмов регуляторов в рамках реализации функции кредитора последней инстанции. Так, реализуя программу количественного смягчения, ФРС не ограничилась только покупкой казначейских облигаций, расширив перечень долговых инструментов за счет коммерческих бумаг, корпоративных и муниципальных облигаций, но также сформировала механизмы прямого кредитования компаний реального сектора и профессиональных участников рынка ценных бумаг [12]. Подобное расширение участия регуляторов в предоставлении ликвидности не только банкам, но и профессиональным институтам финансового рынка (дилерам, трейдерам, инвестиционным фондам), а также наличие механизмов, обеспечивающих переток ликвидности в реальный сектор, свойственно и другим крупным центробанкам – ЕЦБ и Банку Англии [12]. Причем это по большей части средне- и долгосрочная ликвидность.

Распространение функции кредитора последней инстанции на небанковских финансовых посредников следует считать оправданным и целесообразным, особенно для стран, где банки не являются доминирующим типом финансовых посредников. При этом так называемая «теневая банковская система» (брокерско-дилерские компании, инвестиционные фонды) при наличии проблем с ликвидностью могут выступать в стране серьезной угрозой финансовой стабильности. И если существуют механизмы финансовой помощи таким институтам со стороны регулятора в кризисный период, то это поможет существенно снизить напряженность и минимизировать системный риск.

Безусловно, для России, где банки доминируют на рынке (активы банковского сектора на начало 2021 г. составляют 97,1% ВВП [7, с. 108]) и выступают (напрямую или через дочерние структуры) ключевыми профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а активы небанковских кредитных и инвестиционных институтов не превышают 11,1% ВВП, такое расширение функции кредитора не является актуальным. Однако механизмы экстренного предоставления ликвидности (МЭПЛ) как меры дополнительной поддержки банков российский регулятор тоже разработал.

4. Следует также позитивно оценивать в условиях кризиса разрабатываемые регуляторами механизмы адресного перераспределения банковских кредитов конкретным секторам, компаниям или регионам. К таким механизмам в первую очередь следует отнести реализуемые ЕЦБ в еврозоне целевые программы долгосрочного рефинансирования банковских кредитов (Targeted Long-Term Refinancing Operation – TLTRO) по ставке до -1% при условии, что они выданы компаниям реального сектора или домохозяйствам (исключая кредиты под залог недвижимости); совместную кредитную программу для нефинансовых компаний и домохозяйств по ставкам ниже рыночных (Funding for Lending), запущенную Банком Англии и правительством Великобритании с целью стимулирования деловой активности; сразу несколько программ кредитной поддержки как мелких, так и крупных нефинансовых компаний, а также муниципалитетов на срок до 1 года, объявленные ФРС в марте 2020 г. с целью замещения рыночной ликвидности, если заемщики будут иметь проблемы доступа к ней [12]. Общий акцент данных программ – усиление мер поддержки преимущественно малого бизнеса как более уязвимого к пандемическим шокам.

К разряду подобных инструментов относятся и специализированные механизмы долгосрочной кредитной поддержки компаний реального сектора, реализуемые Банком России. Так, с марта по октябрь–декабрь 2020 г. регулятор выда-

вал необеспеченные кредиты по ставке существенно ниже рыночной (ключевая ставка минус 2% годовых) на срок 1 год, направленные на поддержку кредитования предприятий МСП, в том числе кредитов на неотложные нужды и сохранение занятости. Совокупный лимит по таким кредитам был определен в 500 млрд руб., остаток задолженности на 01.06.2021 г. составлял 224,3 млрд руб. [8]. Здесь важно уточнить, что кредитные ресурсы перераспределялись через банки, при этом прямого кредитования предприятий Банк России не осуществлял.

Таким образом, главными направлениями трансформации инструментария антикризисной денежно-кредитной политики в период пандемии в условиях низких ставок стали: 1) усиление программ количественного смягчения, используемых в качестве срочной меры поддержки фискальной политики для обеспечения существенно возросших антикризисных бюджетных расходов; 2) апробация программ контроля долгосрочных ставок для снижения стоимости долгосрочных ресурсов для бизнеса; 3) распространение антикризисных механизмов регуляторов на небанковских финансовых посредников; 4) развитие механизмов адресного перераспределения средне- и долгосрочных банковских кредитов конкретным секторам, компаниям или регионам.

В целом следует позитивно расценивать такую трансформацию инструментария, поскольку она позволяет минимизировать последствия пандемического кризиса как для сектора финансового посредничества, так и для реальной экономики и населения. Однако важно понимать, что в ходе реализации комплекса нового антикризисного инструментария регуляторы принимают на себя существенно возросшие риски, причем пока неясно, смогут ли они их в достаточной степени контролировать.

Поэтому, признавая целесообразность применяемых многими центробанками беспрецедентных антикризисных мер, необходимо в этой связи позитивно оценивать и взвешенность подхода российского регулятора, демонстрирующего, что даже

в условиях пандемического кризиса возможно не отступать от реализации сбалансированной монетарной политики и достигать ее целей, сочетая инфляционное таргетирование и консервативный подход к макропруденциальному регулированию с эффективным надзором за участниками финансового рынка, практически не прибегая к использованию нестандартных инструментов.

ЛИТЕРАТУРА

1. Волкова О. Банки развивающихся стран в 2021 году: три главных риска // Эконс. 20 января 2021 г. URL: <https://econs.online/articles/mirovaya-ekonomika/banki-razvivayushchikhsya-stran-v-2021-godu-tri-glavnikh-riska/> (дата обращения: 11.05.2021).

2. Волкова О. Рост госдолга и инфляционные ожидания // Эконс. 10 марта 2021 г. URL: <https://econs.online/articles/ekonomika/rost-gosdolga-i-inflyatsionnye-ozhidaniya/> (дата обращения: 11.05.2021).

3. Годовой отчет Банка России за 2020 г. // Банк России: [сайт]. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/32268/ar_2020.pdf (дата обращения: 11.05.2021).

4. Заботкин А. «Вертолетные деньги», количественное смягчение и другие идеи: востребованы ли они в России? // Эконс. 23 декабря 2020 г. URL: <https://econs.online/articles/opinions/vertoletnye-dengi-kolichestvennoe-smiyagchenie-i-drugie-idei/> (дата обращения: 11.05.2021).

5. Морозов А., Синяков А., Чернядьев Д., Абрамов В. Нестандартная политика в экстраординарных условиях: лечим или калечим? // Эконс. 12.11.2020. URL: <https://econs.online/articles/opinions/nestandard-politika-v-ekstraordinarnykh-usloviyah/> (дата обращения: 11.05.2021).

6. Процентные ставки банков мира // FORTRADER.ORG. 24.06.2021. URL: <https://fortrader.org/bankrates> (дата обращения: 11.05.2021).

7. Статистический бюллетень Банка России № 2 // Банк России: [сайт]. URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32075/Bbs2102_r.pdf (дата обращения: 11.05.2021).

8. Требования Банка России к кредитным организациям по специализированным механизмам рефинансирования // Банк России: [сайт]. URL: http://cbr.ru/hd_base/specref/ (дата обращения: 11.05.2021).
9. *Bernanke Ben S.* What tools does the Fed have left? Part 2: Targeting longer-term interest rates. Brookings. Thursday, March 24, 2016. URL: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/24/what-tools-does-the-fed-have-left-part-2-targeting-longer-term-interest-rates/> (дата обращения: 11.05.2021).
10. *Belzand S., Wessel D.* What is yield curve control? Brookings. Friday, June 5, 2020. URL: <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2020/06/05/what-is-yield-curve-control/> (дата обращения: 11.05.2021).
11. *Brunnermeier M., Merkel S., Payne J., Sannikov Y.* COVID-19: Inflation and Deflation Pressures. 15th September 2020. URL: <https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/merkel/files/covid19inflationanddeflation.pdf> (дата обращения: 11.05.2021).
12. *Cecchetti St., Tucker P.* Understanding how central banks use their balance sheets: A critical categorisation. VoxEU.org. 01 June 2021. URL: <https://voxeu.org/article/understanding-how-central-banks-use-their-balance-sheets> (дата обращения: 11.05.2021).
13. Gross debt position. International monetary fund. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/G_XWDG_G01_GDP_PT@FM/ADVEC/FM_EMG/FM_LIDC (дата обращения: 11.05.2021).
14. *Higgins M., Klitgaard T.* Liberty Street Economics. Japan's Experience with Yield Curve Control. Federal Reserve Bank of New York. June 22, 2020. URL: <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/06/japans-experience-with-yield-curve-control.html> (дата обращения: 11.05.2021).
15. Japanese government bonds. Monthly Newsletter of the Ministry of Finance, Japan. May 2021. URL: https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/newsletter/jgb2021_05e.pdf (дата обращения: 11.05.2021).
16. *Kortelainen M.* Yield curve control. BoF Economics Review, No. 5/2020, Bank of Finland, Helsinki. URL: <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-202005282156> (дата обращения: 11.05.2021).
17. *Landau Jean-Pierre.* Inflation and the Biden stimulus. VoxEU.org. 08 February 2021. URL: <https://voxeu.org/article/inflation-and-biden-stimulus> (дата обращения: 11.05.2021).
18. *Miles D.* QE is not helicopter money – and yet it is useful. VoxEU.org. 30 March 2020. URL: <https://voxeu.org/article/qe-not-helicopter-money-and-yet-it-useful> (дата обращения: 11.05.2021).
19. *Sammers Lawrence H.* Opinion: The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too. The Washington Post/ Feb. 4, 2021. URL: <https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/02/04/larry-summers-biden-covid-stimulus/> (дата обращения: 11.05.2021).
20. Transcript of Chair Powell's Press Conference. June 10, 2020. URL: <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20200610.pdf> (дата обращения: 11.05.2021).
21. Unconventional Monetary Policy and Financial Stability. The Case of Japan / Ed. by Alexis Stenfors, Jan Toporowski. Published July 16, 2020. Routledge. 216 p.