DOI: 10 14530/se 2019 3 147-164

JEL: E43, E52, Q28 УЛК 336+339

# Современные особенности денежнокредитной политики ведущих стран мира

#### Е.Ю. Соколова

Соколова Елена Юрьевна кандидат экономических наук ведущий научный сотрудник

Центр денежно-кредитной политики и финансовых рынков, Финансовый университет при Правительстве РФ, Ленинградский пр-т, 49, Москва, Россия, 125993

E-mail: EYSokolova@fa.ru ORCID: 0000-0003-4240-0080

Аннотация. Мировой кризис 2007–2009 гг. обнажил проблемы финансовой системы, возникшие в связи с активным развитием производных финансовых инструментов и увеличением транснациональных потоков капитала. Причем в странах с развитыми рынками, чья экономика считалась устойчивой, последствия оказались самыми тяжелыми. Выявились недостатки денежно-кредитной политики, проводимой монетарными властями большинства стран. Центральные банки трансформируются из институтов, поддерживающих ценовую стабильность и обеспечивающих устойчивость развития финансового рынка, в основной инструмент стимулирования экономического роста. С целью восстановления экономики после мирового финансового кризиса 2007-2009 гг. центральные банки ведущих мировых стран начали уходить от стандартных методов и инструментов денежно-кредитной политики. Для поддержания экономики в развивающихся странах были применены механизмы налогово-бюджетной политики, в развитых же странах использовали инструменты денежно-кредитной политики. Ведущие страны мира перешли к использованию нестандартных методов денежно-кредитного регулирования экономики. Монетарные власти начали обозначать в качестве ориентиров денежнокредитной политики уровень безработицы, а также уделять внимание управлению ожиданиями участников рынка, используя политику «forward guidance», которая позволяет получить сведения о предстоящих изменениях денежно-кредитной политики и процентной ставки. Требовалось переосмыслить цели и задачи регуляторов, чтобы не ограничиваться лишь обеспечением ценовой стабильности. США, Япония, Великобритания и другие страны от процентной политики переходят к нестандартным методам денежно-кредитной политики и, в частности, к методу «количественного смягчения». Данные операции способствовали снижению ставок по государственным и частным ценным бумагам, стимулировали изменение структуры инвестиционных портфелей и улучшали условия банковского кредитования. В то же время успешность применения ведущими странами мира программ количественного смягчения, например, для стабилизации уровня цен, признается не такой очевидной. Их регулирование связано с факторами, которые не контролируются центральными банками, о чем часто говорят руководители центральных банков.



Представители финансовых кругов и регуляторы в целом положительно оценивают роль и результативность «нетрадиционной» монетарной политики, и при рассмотрении вопроса о прекращении операций количественного смягчения и переходе к докризисным стандартам процентной политики главы большинства центральных банков выступают против поспешности. В статье рассматриваются причины изменения денежно-кредитной политики, особенности совершения операций количественного смягчения по странам, изучается проблема применения основных мер количественного смягчения в качестве действенного средства предотвращения и выхода из экономических кризисов.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, Центральный банк, экономический кризис, метод «количественного смягчения», процентная ставка, банковский кредит, инфляция

Для *цитирования*: *Соколова Е.Ю.* Современные особенности денежно-кредитной политики ведущих стран мира // Пространственная экономика. 2019. Т. 15. № 3. С. 147–164. DOI: 10.14530/se.2019.3.147-164.

# Modern Features of the Monetary Policy of the Leading World Countries

#### E.Y. Sokolova

Elena Yuryevna Sokolova Candidate of Sciences (Economics) Leading Researcher

Center for Monetary Policy and Financial Markets, Financial University under the Government of the Russian Federation, 49 Leningradskiy Pr., Moscow, Russia, 125993

E-mail: EYSokolova@fa.ru ORCID: 0000-0003-4240-0080

Abstract. The global crisis of 2007–2009 exposed the problems of the financial system, arising from the rapid development of derivative financial instruments and the increase in transnational capital flows. Moreover, in countries with developed markets, whose economy was considered stable, the consequences were the most severe. The shortcomings of monetary policy pursued by the monetary authorities of most countries were revealed. The Central banks are transforming from institutions that support price stability and ensure the sustainability of the financial market into the main tool stimulating economic growth. In order to restore the economy after the global financial crisis of 2007–2009, the Central banks of the world's leading countries began to move away from standard methods and tools of monetary policy. Fiscal policy mechanisms have been applied to support the economy in developing countries, while monetary policy instruments have been used in developed countries. The leading countries of the world have moved to the use of non-standard methods of monetary regulation of the economy. Monetary authorities began to designate the unemployment rate as a benchmark of monetary policy, as well as to pay attention to the management of expectations of market participants, using the policy of 'forward guidance', which allows to get information about the upcoming changes in the monetary policy and interest rates. It was necessary to rethink the goals and objectives of the regulators,



not to be limited to ensuring the price stability. The USA, Japan, England and other countries are moving from interest rate policy to non-standard methods of monetary policy and, in particular, to the method of 'quantitative easing'. These operations contributed to the reduction of rates on public and private securities, stimulated changes in the structure of investment portfolios and improved the conditions of bank lending. At the same time, the success of the world's leading countries in using quantitative easing programmes, for example, to stabilize prices, is not so evident. Their regulation is connected with factors that are not controlled by the Central banks, as is often said by the heads of the Central Bank. The Central Banks' executives and other representatives of the financial community in general positively assess the role and effectiveness of 'untraditional' monetary policy and when considering the termination of quantitative easing operations and the transition to pre-crisis standards of interest rate policy, the heads of the most Central banks do not want to rush. The article discusses the reasons for changes in monetary policy, the characteristics of the quantitative easing operations by countries, the problem of basic quantitative easing measures usage as an effective means of preventing and overcoming economic crises.

*Keywords:* monetary policy, central bank, economic crises, 'quantitative easing' method, interest rate, banking credit, inflation

For citation: Sokolova E.Y. Modern Features of the Monetary Policy of the Leading World Countries. *Prostranstvennaya Ekonomika = Spatial Economics*, 2019, vol. 15. no. 3, pp. 147–164. DOI: 10.14530/se.2019.3.147-164. (In Russian).

#### **ВВЕДЕНИЕ**

Мировой кризис 2007–2009 гг. выявил недостатки денежно-кредитной политики, проводимой монетарными властями большинства стран. Эксперты стали широко обсуждать адекватность применяемых инструментов и методов денежно-кредитной политики (Апокин и др., 2014; Глазьев, 2014; Могилат и др., 2016; Юдаева, 2014), ее возможности для создания и поддержания макроэкономической устойчивости (Ломиворотов, 2015; Бадасен и др., 2015). Требовалось переосмыслить цели и задачи регуляторов, чтобы не ограничиваться лишь обеспечением ценовой стабильности. Замедление темпов экономического роста, как следствие глобального кризиса, произошло и в России. Экономисты обсуждают возможность проводить Банком России стимулирующую денежно-кредитную политику, снижать ключевую ставку, обеспечивая тем самым доступ хозяйствующим субъектам к кредитным ресурсам. Обсуждается вопрос о расширении целей денежно-кредитной политики Центрального банка путем добавления полномочий по стимулированию экономического роста, что соответствует мировой практике, когда одной из целей денежно-кредитной политики является экономический рост (Дробышевский, 2016). Однако в России в настоящее время практически не применяются механизмы, используемые другими странами, с помощью которых возможно было бы стимулировать экономический рост. За счет применения механизмов стимулирования в России, используя опыт



развитых экономик, могли бы возникнуть возможности повышения благосостояния населения и решения социальных вопросов. Благосостояние населения страны является значимым фактором, формирующим внутренний спрос, а это важно для роста экономики (Ершов, Соколова, 2019). Поэтому необходимо изучить изменения монетарной политики центральных банков после мирового экономического кризиса 2007–2009 гг. и опыт ведущих экономик по применению мер, стимулирующих экономический рост.

Кризис 2007–2009 гг. обнажил проблемы финансовой системы, возникшие в связи с активным развитием производных финансовых инструментов и увеличением транснациональных потоков капитала. Причем в странах с развитыми рынками, чья экономика считалась устойчивой, последствия оказались самыми тяжелыми (Ершов, 2019). Американские исследователи отмечают, что кризису 2007–2009 гг. предшествовали те же симптомы – быстрый рост кредитной активности и стоимости финансовых активов, что и перед Великой депрессией 1930-х гг. в США и кризисом в Юго-Восточной Азии 1997–1998 гг. Однако усиливающиеся риски в 2000-е гг. игнорировались государственными и монетарными властями из-за устойчивого темпа роста мировой экономики, высокого роста цен на сельскохозяйственные культуры, металлы и нефть (Nier, 2009).

Ситуация в американской экономике после ипотечного краха в 2007 г. отразилась и на других странах мира. В 2009 г. мировой ВВП понизился более чем на 0,3%. Стало очевидно, что основной цели центральных банков – обеспечение ценовой стабильности – недостаточно для поддержания экономического роста, хотя и в развитых, и в развивающихся странах отмечалось замедление темпов инфляции. Центральные банки трансформируются из институтов, поддерживающих ценовую стабильность и обеспечивающих устойчивость развития финансового рынка, в основной инструмент стимулирования экономического роста (Максимов, Дубова, 2016). С целью поддержания экономики в развивающихся странах были применены механизмы налогово-бюджетной политики (Тосунян, Викулин, 2010), в развитых же странах использовали инструменты денежно-кредитной политики. Ведущие страны мира перешли к использованию нестандартных методов денежно-кредитного регулирования экономики.

Монетарные власти начали обозначать в качестве ориентиров денежнокредитной политики уровень безработицы (с 2012 г. США, с 2013 г. – Великобритания), а также уделять внимание управлению ожиданиями участников рынка, используя политику «forward guidance», которая позволяет получить сведения о предстоящих изменениях ДКП и процентной ставки. Отметим, что в России уже продолжительное время участники рынка призывают Центральный банк повысить информационную открытость и пу-



бликовать данные о будущих изменениях ключевой ставки, однако регулятор пока не решается на этот шаг.

Важной стабилизационной мерой зарубежных центральных банков стало применение метода количественного смягчения (quantitative easing), при котором банк совершает покупку в собственный портфель крупных пакетов долгосрочных ценных бумаг, благодаря чему меняется структура инвестиционных портфелей и активизируется финансовая и рыночная деятельность предприятий (Labonte, 2013; Горюнов, Трунин, 2013; Трунин, Ващелюк, 2015). Впервые в истории операции количественного смягчения были проведены в Японии в 2001 г. после снижения ключевой процентной ставки до предельно низкого уровня. Позднее, в 2008–2015 гг., метод количественного смягчения широко использовался регуляторами Японии, Швейцарии, Швеции, Великобритании, США. Вследствие проведения операций количественного смягчения наблюдался внушительный рост балансов центральных банков перечисленных стран (Gertler, Karadi, 2013; Трунин, Ващелюк, 2015; Замараев, Киюцевская, 2015).

### ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА США: МЕРЫ ОПЕРЕЖАЮЩЕГО РУКОВОДСТВА И ПОЛИТИКА КОЛИЧЕСТВЕННОГО СМЯГЧЕНИЯ (QUANTITATIVE EASING)

Целями деятельности Федеральной резервной системы (ФРС) США являются максимизация занятости, обеспечение стабильности цен и умеренных долгосрочных процентных ставок.

Совокупные активы Федеральной резервной системы США с начала применения метода в 2007 г. за 10 лет увеличились в 5 раз – с 882 млрд до 4473 млрд долл. США и составили 23,5% ВВП (по данным Федеральной резервной системы). Метод количественного смягчения начал применяться, поскольку старые методы денежно-кредитного регулирования оказались неэффективными в борьбе против снижения экономической активности в период кризиса. До количественного смягчения самым широко используемым методом являлась процентная политика, смысл которой заключался в управлении Центральным банком процентными ставками на межбанковском рынке путем установления их целевого уровня. Этот метод в США называется «таргетирование процентных ставок на рынке федеральных фондов» (federal funds rate targeting), основан он на «правиле Тейлора» (Taylor, 1993). В соответствии с правилом Тейлора в периоды превышения инфляцией установленного ориентира центральные банки могут повышать целевую ставку по краткосрочным межбанковским кредитам и снижать ее при замедлении темпов роста ВВП ниже исторического тренда (Усоскин, 2018).



Федеральная резервная система США и центральные банки развитых стран действовали по данному методу в начале кризиса 2007–2009 гг. Тогда на денежном рынке возник недостаток ликвидности, и чтобы не допустить массового банкротства и дать дополнительные денежные средства, центральные банки начали снижать целевые ставки по межбанковским кредитам, а также и ставку рефинансирования. В период самой острой фазы кризиса с августа 2008 г. до декабря 2009 г. Федеральная резервная система США понижала ставку рефинансирования 8 раз, так же поступали и центральные банки других развитых стран.

Принятые меры помогли снять напряженность на финансовом рынке, хотя и не оказали существенного влияния на экономическое положение в целом. А так как ставки вскоре достигли нулевого уровня, то метод таргетирования процентных ставок исчерпал себя. Поэтому центральные банки должны были искать другие способы денежно-кредитного регулирования и в результате стали применять нетрадиционные методы: меры опережающего руководства и программы количественного смягчения.

В 2017 г. Федеральная резервная система США объявила, что применение методов количественного смягчения помогло значительно повысить важнейшие макроэкономические показатели, обеспечение которых выступает основной задачей Центрального банка США. Уровень безработицы снизился (до 4,4% трудоспособного населения) и слегка повысились темпы инфляции (рост индекса потребительских цен до 1,5%) (Powell, 2017). Другие страны также пришли к мнению о положительном опыте применения метода количественного смягчения.

После того как количественное смягчение начало давать хорошие результаты, стал обсуждаться вопрос о возврате к традиционным способам монетарного регулирования. Комитет по операциям на открытом рынке США в 2014 г. принял решение остановить покупку новых финансовых активов и перейти на постепенное повышение процентной ставки на рынке федеральных фондов, которая с 2009 г. была на нулевом уровне. Также следовало сократить баланс ФРС. Таким образом, начался процесс «нормализации монетарной политики». Руководство Центрального банка США обращало внимание, что нормализация носит постепенный характер и займет не один год. Реализовываться она будет путем погашения казначейских облигаций и агентских ценных бумаг, находящихся в портфеле Федеральной резервной системы. В ситуации ухудшения экономической конъюнктуры предполагалось вновь вернуться к методу количественного смягчения (Monetary..., 2019b).

С целью восстановления экономики США Центральный банк семь лет после мирового финансового кризиса сохранял ключевую ставку около нулевой отметки. Общий цикл ужесточения денежно-кредитной политики



Федеральная резервная система США начала после семилетнего перерыва в 2015 г., за это время ставка повышалась восемь раз, всегда на 0,25 процентных пункта.

В 2017 г. Федеральная резервная система повышала ставки ежеквартально, а уже в 2018 г. было произведено четыре ужесточения денежно-кредитной политики путем повышения ставки. В результате текущий целевой диапазон ставки достиг 2–2,25%, приблизившись к тому уровню, который, по мнению руководителей Федеральной резервной системы, соответствуют сильной экономике. Многие представители Центрального банка считают, что не оказывающий влияния на темпы экономического роста нейтральный уровень ставки находится в диапазоне 2,75–3%.

При принятии решения о величине ставки регулятор ориентируется на экономические данные и динамику рынков. Поскольку в Центральном банке не смогли договориться о том, сколько раз повышать ставки: два, три или четыре, то от Федеральной резервной системы ждут повышения процентной ставки только один или два раза в 2019 г. Федеральная резервная система США использует процентные ставки, чтобы помочь экономике развиваться стабильными темпами. Повышение процентных ставок может сдерживать инфляцию, а их понижение может активизировать вялую экономику.

Опасения, что Федеральная резервная система слишком быстро повышает ставки, частично привели к распродажам на фондовом рынке. Но цель Федеральной резервной системы состоит не в том, чтобы удержать фондовый рынок на плаву, он предназначен для мониторинга экономики в целом, поэтому председатель Федеральной резервной системы Дж. Пауэлл заявил, что Центральный банк будет внимательно следить за экономическими показателями при принятии политических решений на 2019 г. и проявит гибкость при принятии решения о повышении процентных ставок в наступившем году. Любое дальнейшее повышение процентных ставок в США в текущем году может привести к росту процентных ставок по кредитным картам и автокредитам, следовательно, приведет к увеличению расходов населения.

В последние месяцы 2018 г. на рынках отмечалось беспокойство в связи с избыточно жесткой политикой Федеральной резервной системы — нервозность американских фондовых индексов и критические заявления Президента США Д. Трампа в адрес Федеральной резервной системы, а также опасения некоторых инвесторов по поводу замедления экономического роста в США. Эксперты ожидают замедления экономического роста в США в ближайшие два года по причине слабого роста мировой экономики и тарифов. Прогноз роста ВВП в 2019 г. — 2,3%, в 2020 г. — ниже 2%. Это способствовало тому, что представители ФРС начали посылать сигналы о возможном смягчении денежно-кредитной политики США (Liesman, 2019).



В развитых странах, которые приступили к стимулированию спроса с помощью программ количественного смягчения позднее, чем США, о возврате к докризисным стандартам монетарного регулирования говорят меньше.

#### ПРОГРАММЫ КОЛИЧЕСТВЕННОГО СМЯГЧЕНИЯ В ЯПОНИИ

В 2013 г. начал применять меры количественного смягчения Банк Японии. Политика Банка Японии получила название «количественное и качественное монетарное смягчение» (quantitative and qualitative monetary easing, QQE). Ее целью было обеспечение ценовой стабильности с ориентиром годового роста цен на 2%. Вместо применяемого ранее курса регулирования ставки по однодневным кредитам была внедрена программа последовательного наращивания денежной базы на 60–70 трлн иен в год с доведением этого показателя до 270 трлн иен к концу 2014 г. (Усоскин, 2018).

Банк Японии осуществлял покупки государственных ценных бумаг с различными сроками погашения на сумму до 50 трлн иен в год. Это должно было способствовать снижению процентных ставок по долгосрочным ценным бумагам, сократить рисковые премии и рост курсов акций на финансовом рынке. Банк Японии объявил об использовании метода «опережающего руководства» для поддержания стабильности цен. Однако у Банка Японии не получилось достигнуть намеченных целей по ускорению темпов экономического роста и повышению инфляции до 2%. По этим причинам в 2016 г. принято решение о расширении мер количественного смягчения введением контроля за кривой доходности для быстрого снижения реальных ставок по финансовым активам и расширения денежной базы с целью стимулирования низких темпов инфляции (Monetary..., 2019a). Как результат, портфель государственных облигаций Банка Японии увеличился до 418,6 трлн иен (против 113,7 трлн в 2012 г.), а балансовые активы в конце 2017 г. достигли 522 трлн иен (против 158,4 трлн в конце 2012 г.). Банк Японии объявил, что намерен «последовательно проводить политику мощного (powerful) монетарного смягчения» (Kuroda, 2017).

# АНТИКРИЗИСНЫЕ ПРОГРАММЫ ЕВРОПЕЙСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Европейский Центральный банк (ЕЦБ) в 2015 г. объявил о начале реализации программы расширенной покупки активов (expanded asset purchase programme, APP). В соответствии с программой ЕЦБ покупает правительственные и корпоративные ценные бумаги, в том числе государственные облигациии стран зоны евро (Monetary..., 2019с).



В кризисный период ЕЦБ подвергал критике ФРС США за слишком мягкую денежно-кредитную политику и крупные риски. Но по мере усиления кризисных проявлений в европейской финансовой системе ЕЦБ вынужден был начать применять те же действия, что и США. ЕЦБ совершал крупные операции по покупке гособлигаций и даже ввел дополнительные инструменты смягчения денежно-кредитной политики. В 2014 г. ЕЦБ наделяется полномочиями главного регулятора европейской банковской системы. Ранее в докризисный период в качестве основных инструментов денежно-кредитной политики ЕЦБ применял такие программы предоставления ликвидности коммерческим банкам, как Main refinancing operations (MRO) и Longer term refinancing operation (LTRO). Основным инструментом являлась программа MRO, в соответствии с которой банкам еврозоны предоставлялись краткосрочные кредиты на срок одну неделю. По программе LTRO кредиты предоставлялись на три месяца, и она играла второстепенную роль (Gagnon, Raskin, 2011). ЕЦБ расширил программу LTRO до трехлетнего периода, и она смогла активизировать рынки проблемных стран еврозоны и укрепила их банки, нуждающиеся в финансировании. Европейские банки на предоставленные средства купили государственные облигации Италии, Испании и других европейских государств, поддержав таким образом страны, находящиеся в тяжелом положении.

Одновременно с долгосрочным кредитованием ЕЦБ постепенно снижал ставки по предоставленным кредитам. До кризиса учетная ставка являлась самым сильным инструментом регулятора, поэтому ЕЦБ в период мирового финансового кризиса совершил 6 постепенных снижений ставки с 3,25% в ноябре 2008 г. до 1% в мае 2009 г. И только в апреле и июле 2011 г. ЕЦБ повысил ставку каждый раз на 0,25%. Повышение было сделано по причине роста мировых цен на энергоресурсы, способствующего разгону инфляции. Главной своей задачей ЕЦБ видит поддержание стабильного роста потребительских цен на уровне примерно 2% ежегодно. Такой уровень считается оптимальным для экономического роста и для финансовой системы. Однако вскоре ставка снова была снижена до 1%, поскольку следовало стабилизировать финансовые рынки из-за ухудшения положения в Испании и Италии, в результате чего ставка была понижена. Далее ЕЦБ понижал ставку в 2012-2013 гг., в июне 2014 г. (с 0,25 до 0,15%), в сентябре 2014 г. (с 0,15 до 0,05%), пока в марте 2016 г. ЕЦБ не зафиксировал ставку на нулевом уровне. Смягчение денежно-кредитной политики обосновывалось угрозой перехода низкой инфляции в дефляцию и необходимостью на фоне безработицы активизировать экономический рост в европейских странах.

По причине низкой экономической активности в еврозоне, дефицита качественных заемщиков и доходных инвестиционных продуктов многие



европейские коммерческие банки хранят значительные объемы свободных средств на депозитах в Центральном банке. Когда ситуация с ликвидностью на финансовых рынках начала улучшаться, объемы этих средств только увеличивались, несмотря на отсутствие доходности. Тогда ЕЦБ принял решение установить отрицательный процент на размещенные банками средства на счетах в центральных банках.

Сначала депозитная ставка была установлена в июне 2014 г. на уровне -0,1%, а в сентябре понижена до -0,2%. В дальнейшем ЕЦБ дважды снижал ставку, и к марту 2016 г. она составила -0,4%. Такое снижение депозитных ставок применяли центральные банки Дании, Венгрии, Швейцарии, Швеции, Японии в целях стимулирования кредитования реального сектора экономики и уменьшения объема свободных средств. Установление отрицательной депозитной ставки в еврозоне критиковалось многими экспертами (Захаров, 2016). Сильное недовольство отрицательная ставка вызывает в Германии, где считают, что она дискредитирует традиционную для немцев сберегательную модель поведения, и расценивают ее в качестве налога на вкладчиков. Критики считают, что такая политика способствует обесцениванию долгосрочных инвестиций и усиливает потребительскую модель поведения. Также она может вызвать «пузыри» на рынках, особенно на рынке недвижимости и фондовом. Всемирный банк также отмечает в своем докладе вероятность негативных последствий для финансовой стабильности по причине снижения у банков доходной базы. Также Всемирный банк считает, что такая политика может подтолкнуть инвесторов к принятию на себя чрезмерных рисков в поисках выгодных инструментов для инвестиций (Global..., 2019).

Однако эксперты Всемирного банка видят положительные стороны данной политики для развивающихся стран. Европейские инвесторы в поисках доходных инструментов могут направить капиталы на развивающиеся рынки, и это позволит несколько компенсировать отток долларов, вызванный ужесточением ФРС США денежно-кредитной политики.

По мере развития кризиса европейский ЦБ понял, что действия учетной и депозитной ставок недостаточно для влияния на финансовые рынки, поэтому были задействованы новые инструменты денежно-кредитной политики. ЕЦБ начал выкупать крупные объемы ценных бумаг, государственных облигаций стран еврозоны, включая облигации проблемных стран. Таким образом, ЕЦБ начал применять то же самое количественное смягчение, что и центральные банки США, Великобритании и Японии.

Опасения немецких политиков и экспертов, что подобные операции спровоцируют рост инфляции, оказались несостоятельными по причине очень низкого роста потребительских цен. Программы количественного



смягчения повлияли на снижение ставок ценных бумаг, как государственных, так и корпоративных. Меры, принятые ЕЦБ, способствовали повышению экономической активности в еврозоне, за год был отмечен рост ВВП на 1,6% и получилось избежать рецессии (GDP..., 2016). Именно вливания ликвидности в экономику позволили Европе на длительный срок забыть о структурных проблемах крупных европейских стран. Так, проблема итальянского госдолга, составляющего 130% ВВП, решалась покупкой ЕЦБ итальянских гособлигаций.

Однако инфляция осталась ниже цели ЕЦБ. В 2015 и 2016 гг. была зафиксирована дефляция. Рост потребительских цен отмечен на нулевом уровне, также всего на доли процента снизилась и безработица (Database..., 2019).

Очевидно, что проводимый курс смягчения денежно-кредитной политики со стороны ЕЦБ показывал неоднозначные результаты. ЕЦБ завершил программу количественного смягчения в декабре 2018 г. Программа снизила бюджетные и долговые проблемы ряда европейских стран, в течение четырех лет была единственным способом восстановления экономики еврозоны от последствий кризиса 2007–2008 гг. ЕЦБ не отказался от поддержки экономики после завершения программы. Для поддержания ликвидности, сохранения объемов денежной массы ЕЦБ хранит купленные им активы. Средства, полученные от погашения ценных бумаг, чей срок обращения вышел, реинвестируются. Количественное смягчение было успешно тем, что помогло вновь запустить кредитование в Европе, помогло домохозяйствам и правительствам снизить долговую нагрузку. Глава ЕЦБ Марио Драги в начале 2019 г. заявил о спаде в европейской экономике и о необходимости поддержания стимулирующей денежно-кредитной политики, а в июле 2019 г. еще раз подчеркнул, что ЕЦБ считает необходимым проведение «обширных мер» по монетарному стимулированию экономики еврозоны, и денежнокредитная политика ЕЦБ, если и будет меняться, то в сторону дальнейшего смягчения (Мильчакова, 2019).

## РЕФОРМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ КИТАЯ

Между тем на примере Китая видно, что для того, чтобы вести стимулирующую ДКП, понижать процентную ставку необязательно. В августе 2018 г. начальник департамента Народного банка Китая Ли Бо заявил о том, что «Китай не собирается использовать курс юаня в качестве инструмента в торговых трениях или в других внешних проблемах» (Press..., 2018). Ставка Китая осталась на уровне 4,35%, однако за счет операций на открытом рынке страна вливает на рынки ликвидность в огромных масштабах.



В Китае в настоящее время происходит модернизация денежно-кредитной политики. В течение последних двух десятилетий Центральный банк проводил политику, в которой были две определяющие черты. Она фокусировалась на количестве, а не на цене денег. Кроме того, она опиралась на приток иностранного капитала для создания новых денег. Эти две составляющие постепенно меняются, приближая Китай к стандартам развитого рынка, происходит чрезвычайно важная трансформация для все более сложной экономики.

Например, раньше процентная ставка имела второстепенное значение в Китае. Вместо нее регуляторы использовали квоты, которые определяли объемы банковского кредитования, ставку размещения депозитов и выдачи кредитов. В то время, когда Китай только начал отходить от плановой экономики, это было оправданно, жесткие меры еще были необходимы.

По мере того как финансовая система укрупнялась, эти цели были уже не так важны. С появлением объемного рынка облигаций, большого количества небанковских кредитных организаций и новых инвестиционных возможностей для владельцев сбережений банки столкнулись с возросшей конкуренцией за депозиты и пополнение кредитных портфелей (China..., 2018). Учитывая это, Центральный банк Китая в конце 2015 г. позволил банкам устанавливать собственные ставки для кредитов и депозитов. Был также отменен обязательный коэффициент кредитов к депозитам и снижена значимость кредитных квот. Однако это не привело к положительному результату, поскольку регулятор отказался от старого контроля, не вводя нового.

В результате была создана учетная ставка, похожая на бенчмарк краткосрочной процентной ставки в США и Европе. Центральный банк попытался создать похожий якорь в финансовой системе Китая: ставку семидневного РЕПО (ставка выкупа облигаций, по которой ЦБ кредитует банки). В рамках семидневной ставки был установлен предел колебаний с более низким курсом для кредитования банков, имеющих достаточно наличных денег, и верхним курсом для тех, кто в них нуждается. Эта ставка применяется с середины 2015 г. Центральный банк удерживал семидневную ставку в пределах коридора и повышал ее по мере ускорения темпов экономики. МВФ в ежегодном обзоре китайской экономики указывал, что ведение монетарной политики напоминает стандарт механизма, базирующегося на учетной ставке.

Центральный банк в дополнение к ставке создал широкий спектр инструментов управления ликвидностью. С 2013 г. в Китае применяются новые способы кредитования, такие как операции по краткосрочной ликвидности, постоянные кредитные линии и дополнительное кредитование под залог. Все эти операции нацелены на один и тот же результат — вливание наличных денег по разным ставкам на различный временной отре-



зок. Важность вышеуказанных операций проявилась, когда отток капитала уменьшил стоимость резервов Китая в иностранной валюте. Это усилило давление на внутреннюю ликвидность, так как Китай зависел от притока наличности для генерирования роста денежной массы (выпуск новых юаней для покупки поступающих долларов). После первоначальных проблем Центральный банк практически полностью компенсировал потерю долларов через использование различных инструментов. В итоге ему удалось лучше управлять уровнем денежных средств на ежедневной основе (Monetary..., 2019d.).

Высокая волатильность процентных ставок денежного рынка, еще недавно обычная вещь для Китая, почти полностью исчезла благодаря действиям Центрального банка. Однако в положении, когда государственные банки и компании до сих пор зависят от правительственной поддержки при появлении каких-либо проблем, процентные ставки намного меньше отражают стоимость, чем при более свободном рынке.

Центральный банк со своей стороны продолжает использовать административные рычаги для влияния на кредиторов. А его успех в управлении ликвидностью во многом достигнут благодаря жесткому контролю счета движения капитала Китая. Без этих шагов рост денежной массы мог бы усилить отток капитала из страны.

#### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

При рассмотрении вопроса о прекращении операций количественного смягчения и переходе к докризисным стандартам процентной политики главы большинства центральных банков выступают против поспешности. Руководители центральных банков и другие представители финансовых кругов в целом положительно оценивают роль и результативность «нетрадиционной» монетарной политики. Однако встречается и критика, в которой указывается на противоречивость политики, неясность теории и двойственные результаты (Williamson, 2017). Отметим, что, прежде всего, с помощью нетрадиционных методов центральные банки восстановили работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и повысили инвестиционную активность и спрос на рискованные активы. Последствия глобального кризиса обозначили необходимость участия центральных банков в стимулировании экономического роста, не ограничиваясь обеспечением ценовой и финансовой стабильности (Дробышевский, 2016).

Невзирая на имеющиеся минусы программ количественного смягчения, можно сделать вывод, что активные покупки центральными банками ценных бумаг в кризисный период оказали значительное положительное вли-



яние на состояние финансовых рынков. Данные операции способствовали снижению ставок по государственным и частным ценным бумагам, стимулировали изменение структуры инвестиционных портфелей и улучшали условия банковского кредитования. В то же время успешность применения ведущими странами мира программ количественного смягчения, например, для стабилизации уровня цен, признается не такой очевидной. Их регулирование связано с факторами, которые не контролируются центральными банками, о чем часто говорят руководители центральных банков. Однако очевидно, что меры количественного смягчения останутся действенным средством предотвращения и выхода из экономических кризисов. При этом меры количественного смягчения должны сопровождаться со стороны государства четкой экономической, промышленной политикой, носящей опережающий характер, с целью облегчения воспроизводства факторов экономического роста, для облегчения создания производств и лучшей абсорбции вливающейся в экономику дополнительной ликвидности.

Учитывая положительные результаты ведущих центральных банков в использовании нетрадиционных методов стимулирования экономического роста, представляется важным приблизить монетарную политику Банка России к мировым стандартам. Ценовая стабильность, которую регулятор пытается достичь путем инфляционного таргетирования, важное, но недостаточное условие для роста экономики, поэтому цели Банка России могут быть расширены полномочиями по стимулированию экономического роста и максимизации занятости в стране. При этом отметим важность проективного диалога между Центральным банком и правительством страны, без которого правильный тезис о том, что количественное смягчение дает правительству передышку для формирования структурных преобразований в экономике, неэффективен. В России Центральный банк и правительство имеют разные мнения насчет способов стимулирования экономического роста, программы количественного смягчения в стране отсутствуют, кредит дорог, соответственно не растет инвестиционная активность. Незначительное внимание уделяется структурным преобразованиям в экономике, созданию новых отечественных производств. Внутренняя занятость не растет, поскольку преференция отдается сырьевому экспорту за иностранную валюту и перераспределению экспортных доходов внутри страны. Поэтому без форсированных структурных преобразований в экономике, проводимых со стороны правительства, количественное смягчение, которое дает необходимые средства и финансовую передышку, может превратиться не в фактор качественного экономического роста, а в мощный инфляционный фактор.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Апокин А.Ю., Галимов Д.И., Голощапова И.О., Сальников В.А., Солнцев О.Г. Денежно-кредитная политика: работа над ошибками // Вопросы экономики. 2015. № 9. С. 136–151.
- Бадасен П.В., Исаков А.В., Хазанов А.А. Современная денежно-кредитная политика: обоснованная критика или типичные заблуждения экспертного сообщества? // Вопросы экономики. 2015. № 6. С. 128-142.
- Глазьев С.Ю. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29.
- *Горюнов Е.Л., Трунин П.В.* Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежнокредитную политику? // Вопросы экономики. 2013. № 6. С. 29–44.
- Дробышевский С.М., Киюцевская А.М., Трунин П.В. Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса // Вопросы экономики. 2016. № 5. С. 5–24.
- *Ершов М.В.* Десять лет после глобального кризиса: риски и перспективы // Вопросы экономики. 2019. № 1. С. 37–53.
- *Ершов М.В., Соколова Е.Ю.* О важности дополнительных стимулов для экономического роста // Научные труды вольного экономического общества России. 2019. Т. 217. № 3. С. 159–168.
- Захаров П.В. Денежно-кредитная политика Европейского центробанка на современном этапе // Проблемы национальной стратегии. 2016. № 4 (37). С. 195–217.
- *Помиворотов Р.В.* Выявление основных макроэкономических шоков в России, оценка их влияния на экономику и выводы для денежно-кредитной политики: дис. ... канд. экон. наук. М.: НИУ ВШЭ, 2015.
- Максимов Н.А., Дубова С.Е. Стимулирование экономического роста монетарными методами: возможности и перспективы для российской экономики // Проблемы экономики, финансов и управления производством: сб. науч. тр. вузов России. 2016. № 39. С. 49–57.
- *Мильчакова Н.* У евро эйфория после выступления Марио Драги / ИАЦ «Альпари». 2019. 25 июля. URL: https://alpari.com/ru/analytics/reviews/market\_sessions/116496 25072019/ (дата обращения: июль 2019).
- Могилат А.Н., Ачкасов Ю.К., Егоров А.В., Климовец А.В., Донец С.А. Дискуссия о денежно-кредитной политике и состоянии экономики: в поисках конструктивной критики // Вопросы экономики. 2016. № 5. С. 25–43.
- *Тосунян Г.А., Викулин А.Ю.* Антикризисные меры и антикризисное законодательство России. Общий комментарий. М.: Олимп-Бизнес, 2010. 224 с.
- *Трунин П.В., Ващелюк Н.В.* Анализ нестандартных инструментов предоставления ликвидности Банка России // Экономическая политика. 2015. Т. 10. № 1. С. 41–57.
- Усоскин В.М. Программы «количественного смягчения» как инструмент монетарной политики // Вопросы экономики. 2018. № 5. С. 129–138.
- *Юдаева К.В.* О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4–12.
- China Starts Easing Monetary Policy. Or Does It? // The Economist. 2018. 30 June. URL: https://www.economist.com/finance-and-economics/2018/06/30/china-starts-easing-monetary-policy-or-does-it (дата обращения: апрель 2019).
- Database / Eurostat. 2019. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database# (дата обращения: апрель 2019).
- Gagnon J., Raskin M., Remache J., Sack B. The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases // International Journal of Central Banking. 2011. Vol. 7. No. 1. Pp. 3–43.



- GDP and Main Aggregates Estimate for the Fourth Quarter of 2015 / Eurostat. 2016. 8 March. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7205531/2-08032016-AP-EN.pdf/58203ef6-f87a-4638-b84d-f177a8bbf12c (дата обращения: апрель 2019).
- Gertler M., Karadi P. QE1 vs. 2 vs. 3...: A Framework for Analyzing Large Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool // International Journal of Central Banking. 2013. Vol. 9. No. 1. Pp. 5–53.
- Global Economic Prospects / The World Bank. 2019. June. 182 p. DOI: 10.1596/978-1-4648-1398-6.
- Kuroda T. Overcoming Labor Shortages: Prospects for Sustainable Growth / Bank of Japan. 2017. 26 December. URL: https://www.bis.org/review/r180112c.pdf (дата обращения: апрель 2019).
- *Labonte M.* Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions / CRS Report to Congress. No. RL30354. 2013.
- Liesman S. US Economic Growth is Likely to Slow Sharply This Year and Next, According to CNBC's Fed Survey / CNBC. 2019. 19 March. URL: https://www.cnbc.com/2019/03/19/us-economic-growth-is-set-to-slow-sharply-this-year-and-next-according-to-cnbcs-fed-survey.html (дата обращения: май 2019).
- Monetary Policy / Bank of Japan. 2019a. URL: https://www.boj.or.jp/en/mopo/index.htm/ (дата обращения: апрель 2019).
- Monetary Policy / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2019b. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm (дата обращения: апрель 2019).
- Monetary Policy Decisions / European Central Bank. 2019c. URL: https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html (дата обращения: апрель 2019).
- Monetary Policy Reports / The People's Bank of China. 2019d. URL: https://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688353/3688356/index.html (дата обращения: апрель 2019).
- *Nier E.* Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis / IMF Working Paper. No. WP/09/70. 2009.
- Powell J.H. Thoughts on the Normalization of Monetary Policy / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2017. 1 June. URL: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20170601a.htm (дата обращения: апрель 2019).
- Press Releases / The People's Bank of China. 2018. URL: https://www.pbc.gov.cn/en/3688170/3688172/index.html (дата обращения: апрель 2019).
- *Taylor J.* Discretion Versus Policy Rules in Practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39. Issue 1. Pp. 195–214.
- *Williamson S.* Low Real Interest Rates and the Zero Lower Bound / Federal Reserve Bank of St. Louis. Working Papers No. 2017-010A. DOI: 10.20955/wp.2017.010.

#### REFERENCES

- Apokin A.Yu., Galimov D.I., Goloshchapova I.O., Salnikov V.A., Solntsev O.G. Russian Monetary Policy: Work on the Bugs. *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2015, no. 9, pp. 136–151. (In Russian).
- Badasen P.V., Isakov A.V., Khazanov A.A. Modern Monetary Policy: Relevant Criticism or Misunderstanding in the Expert Community? *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2015, no. 6, pp. 128–142. (In Russian).
- China Starts Easing Monetary Policy. Or Does It? *The Economist*, 2018, 30 June. Available at: https://www.economist.com/finance-and-economics/2018/06/30/china-starts-easing-monetary-policy-or-does-it (accessed April 2019).
- Database. Eurostat, 2019. Available at: https://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database# (accessed April 2019).



- Drobyshevskiy S.M., Kiyutsevskaya A.M., Trunin P.V. Central Banks' Mandate and Objectives: Evolution and the Crisis Lessons. *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2016, no. 5, pp. 5–24. (In Russian).
- Ershov M.V. Ten Years after the Global Crisis: Risks and Prospects. *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2019, no. 1, p. 37–53. (In Russian).
- Ershov M.V., Sokolova E.Yu. About the Importance of Additional Stimulus for Economic Growth. *Nauchnye Trudy Volnogo Ekonomicheskogo Obshchestva Rossii = Scientific Works of the Free Economic Society of Russia*, 2019, vol. 217, no. 3, pp. 159–168. (In Russian).
- Gagnon J., Raskin M., Remache J., Sack B. The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. *International Journal of Central Banking*, 2011, vol. 7 no. 1, pp. 3–43.
- GDP and Main Aggregates Estimate for the Fourth Quarter of 2015. Eurostat, 2016, 8 March. Available at: https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7205531/2-08032016-AP-EN.pdf/58203ef6-f87a-4638-b84d-f177a8bbf12c (accessed April 2019).
- Gertler M., Karadi P. QE1 vs. 2 vs. 3...: A Framework for Analyzing Large Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool. *International Journal of Central Banking*, 2013, vol. 9, no. 1, pp. 5–53.
- Glazyev S.Yu. Sanctions of the USA and the Policy of Bank of Russia: Double Blow to the National Economy. *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2014, no. 9, pp. 13–29. (In Russian).
- Global Economic Prospects. The World Bank. 2019. June. 182 p. DOI: 10.1596/978-1-4648-1398-6.
- Goryunov E.L., Trunin P.V. Bank of Russia at the Cross-roads: Should Monetary Policy Be Eased? *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2013, no. 6, pp. 29–44. (In Russian).
- Kuroda T. Overcoming Labor Shortages: Prospects for Sustainable Growth. Bank of Japan, 2017, 26 December. Available at: https://www.bis.org/review/r180112c.pdf (accessed April 2019).
- Labonte M. *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*. CRS Report to Congress, No. RL30354, 2013.
- Liesman S. *US Economic Growth is Likely to Slow Sharply This Year and Next, According to CNBC's Fed Survey*. CNBC. 2019. 19 March. Available at: https://www.cnbc.com/2019/03/19/us-economic-growth-is-set-to-slow-sharply-this-year-and-next-according-to-cnbcs-fed-survey.html (accessed May 2019).
- Lomivorotov R.V. Detection of the Main Macroeconomic Shocks in Russia, Assessment of Their Impact on the Economy and Conclusions for Monetary Policy: dis. ... cand. of econ. science. Moscow: National Research University Higher School of Economics, 2015. (In Russian).
- Maksimov N.A., Dubova S.E. Monetary Methods for Economic Growth Stimulation: Opportunities and Prospects for the Russian Economy. *Problems of Economy, Finance and Production Management: Collection of Scientific Works of Russian Universities*, 2016, no. 39, pp. 49–57. (In Russian).
- Milchakova N. Euro Euphoria After a Speech by Mario Draghi. *IAC 'Alpari'*. 2019. 25 July. Available at: https://alpari.com/ru/analytics/reviews/market\_sessions/116496 25072019/ (accessed July 2019). (In Russian).
- Mogilat A.N., Achkasov Yu.K., Egorov A.V., Klimovets A.V., Donets S.A. Debates on Monetary Policy Issues and Economic Situation: Searching for Constructive Comments. *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2016, no. 5, pp. 25–43. (In Russian).
- *Monetary Policy Decisions*. European Central Bank, 2019c. Available at: https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html (accessed April 2019).



- Monetary Policy Reports. The People's Bank of China, 2019d. Available at: https://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688353/3688356/index.html (accessed April 2019).
- Monetary Policy. Bank of Japan, 2019a. Available at: https://www.boj.or.jp/en/mopo/index. htm/ (accessed April 2019).
- *Monetary Policy*. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019b. Available at: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm (accessed April 2019).
- Nier E. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. *IMF Working Paper. No. WP/09/70*, 2009.
- Powell J.H. *Thoughts on the Normalization of Monetary Policy*. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2017, 1 June. Available at: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20170601a.htm (accessed April 2019).
- *Press Releases*. The People's Bank of China, 2018. Available at: https://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/index.html (accessed April 2019).
- Taylor J. Discretion Versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1993, vol. 39, issue 1, pp. 195–214.
- Tosunyan G.A., Vikulin A.Yu. *Anti-Crisis Measures and Anti-Crisis Legislation of Russia. General Comment.* Moscow, 2010, 224 p. (In Russian).
- Trunin P.V., Vashchelyuk N.V. Analysis of Unconventional Liquidity Providing Facilities of the Bank of Russia. *Ekonomicheskaya Politika = Economic Policy*, 2015, vol. 10, no. 1, p. 41–57. (In Russian).
- Usoskin V.M. Quantitative Easing Operations as an Instrument of Monetary Policy. *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2018, no. 5, pp. 129–138. (In Russian).
- Williamson S. Low Real Interest Rates and the Zero Lower Bound. *Federal Reserve Bank of St. Louis. Working Papers No. 2017-010A*. DOI: 10.20955/wp.2017.010.
- Yudaeva K.V. On the Opportunities, Targets and Mechanisms of Monetary Policy under the Current Conditions. *Voprosy Ekonomiki* [Economic Issues], 2014, no. 9, pp. 4–12. (In Russian).
- Zakharov P.V. Current European Central Bank Monetary Policy. *Problemy Natsionalnoy Strategii = National Strategy Issues*, 2016, no. 4 (37), pp. 195–217. (In Russian).

Поступила в редакцию 17 июля 2019 г.