

ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ НАРОДНЫМ ХОЗЯЙСТВОМ / ECONOMICS AND NATIONAL ECONOMY MANAGEMENT

УДК 336.7:338.12:338.2:004

DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/1993-047X.14.2020.2.223-234>

JEL: E42, E52, E58, G01, G21, L86

С. А. АНДРЮШИН¹

¹Институт экономики Российской академии наук, г. Москва, Россия

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В УСЛОВИЯХ И ПОСЛЕ COVID-19

Андрюшин Сергей Анатольевич, доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник, Институт экономики РАН
Адрес: г. Москва, Нахимовский просп., 32, тел.: +7 (499) 724-15-41
E-mail: sandr956@gmail.com
ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-2620-8515>
Web of Science Researcher: <http://www.researcherid.com/rid/N-7005-2017>
SPIN-код: 9666-6701, AuthorID: 77843

Цель: анализ антиинфляционной политики ведущих центральных банков мировой экономики в 2008–2019 гг.; объяснение основных постулатов и дискуссий в области современной монетарной теории; показ особенностей формирования антикризисных мер и трендов развития денежно-кредитной политики центральных банков в условиях и после COVID-19.

Методы: системно-функциональный подход к познанию современной денежно-кредитной политики центральных банков с учетом влияния различных факторов внешней и внутренней среды. Это позволило определить и использовать необходимый набор конкретных методов исследования – методологический инструментарий исторического, логического, сравнительного, эмпирического и статистического методов познания.

Результаты: в статье показано, что в условиях нового финансового кризиса, спровоцированного пандемией COVID-19, наступил период активного огосударствления и концентрации капитала денежно-кредитной сферы в ведущих странах мировой экономики. Центральные банки начинают терять операционную и финансовую независимость, денежная эмиссия (включая кредитную), скорее всего, станет определяться в реальной экономике не рынком, а исключительно чрезмерными потребностями суверенного правительства. Отмечено, что в условиях нарастания суверенных долгов центральные банки утрачивают возможности по проведению действующей антиинфляционной политики. Рассмотрены основные элементы современной теории денег (ММТ), а также особенности функционирования национальных экономик в рамках ММТ, обозначенные авторами этой теории.

Изучены антикризисные меры нетрадиционной денежно-кредитной политики, проводимые центральными банками США, Европы и России в условиях пандемии COVID-19, дана оценка их эффективности. Кроме того, определен возможный сценарий развития монетарной политики центральных банков после пандемии, включая выпуск цифровых валют.

Научная новизна: в статье показано, что массированные антикризисные меры правительств и центральных банков в течение ближайших нескольких лет спровоцируют глобальный экономический кризис, основными характеристиками которого станут разбалансированность платежных и бюджетных систем, стремительный рост суверенной задолженности, «проедание» государствами экономического потенциала, резкое повышение инфляции и девальвация национальных валют. Выйти из этого кризиса национальные государства попытаются за счет тотальной цифровизации экономики, огосударствления сетевых платформ и финансовых активов. Эти процессы начнутся, скорее всего, с эмиссии цифровой валюты центральных банков.

Практическая значимость: основные положения и выводы статьи могут быть использованы для уточнения целевых мандатов, инструментов, каналов и механизмов денежно-кредитной политики центральных банков, непосредственно связанных как с реализацией антикризисных мер суверенных правительств и центральных банков в условиях распространения пандемии COVID-19, так и с кардинальной цифровой трансформацией всей мировой денежно-кредитной системы после завершения всех прогнозируемых этапов коронавирусной эпидемии.

Ключевые слова: экономика и управление народным хозяйством; цифровизация; антиинфляционная политика; антикризисные меры; банки; денежно-кредитная система; резервы; монетарная теория; суверенные деньги; финансовая стабильность; фискальная политика; ценовая стабильность; цифровая валюта; центральный банк

Конфликт интересов: автором не заявлен.

Как цитировать статью: Андриюшин С. А. Денежно-кредитная политика центральных банков в условиях и после COVID-19 // Актуальные проблемы экономики и права. 2020. Т. 14, № 2. С. 223–234. DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/1993-047X.14.2020.2.223-234>

S. A. ANDRYUSHIN¹

¹ Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

MONETARY-CREDITING POLICY OF CENTRAL BANKS BEFORE AND AFTER COVID-19

Sergey A. Andryushin, Doctor of Economics, Professor, Chief Researcher, Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences
Address: 32 Nakhimovskiy prospekt, Moscow, tel.: +7 (499) 724-15-41
E-mail: sandr956@gmail.com
ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-2620-8515>
Web of Science Researcher: <http://www.researcherid.com/rid/N-7005-2017>
SPIN-код: 9666-6701, AuthorID: 77843

Objective: to analyze the anti-inflationary policy of the leading Central banks of the world economy in 2008-2019; to explain the main postulates and discussions in the field of modern monetary theory; to show the features of the formation of anti-crisis measures and trends in the development of monetary policy of Central banks during and after COVID-19.

Methods: a system-functional approach to understanding the modern monetary-credit policy of Central banks, taking into account the influence of various factors of the external and internal environment. This allowed defining and using the necessary set of specific research methods – methodological tools of historical, logical, comparative, empirical and statistical methods of knowledge.

Results: the article shows that under the new financial crisis triggered by the COVID-19 pandemic, a period of active nationalization and concentration of monetary capital started in the leading countries of the world economy. Central banks are beginning to lose their operational and financial independence, and monetary issues (including credit) in the real economy are likely to be determined not by the market, but solely by the excessive needs of a sovereign government. It is noted that under the increasing sovereign debts, Central banks lose the opportunities for implementing the current anti-inflationary policy. The main elements of the modern monetary theory (MMT) are considered, as well as the features of national economies functioning within the MMT, identified by the authors of this theory.

Anti-crisis measures of non-traditional monetary-credit policy were studied, which are implemented by the Central banks of the United States, Europe and Russia in the context of the COVID-19 pandemic, and their effectiveness was evaluated. In addition, a possible scenario for the development of monetary policy of Central banks after the pandemic, including the issue of digital currencies, is identified.

Scientific novelty: the article shows that massive anti-crisis measures of governments and Central banks over the next few years will provoke a global economic crisis, the main characteristics of which will be an imbalance of payment and budget systems, a rapid growth of sovereign debt, spending of economic potential by countries, and a sharp increase in inflation and devaluation of national currencies. National countries will try to get out of this crisis by total digitalization of the economy, nationalization of network platforms and financial assets. These processes will most likely begin with the issuance of digital currency by Central banks.

Practical relevance: the main provisions and conclusions of the article can be used to specify the target mandates, tools, channels and mechanisms of Central banks' monetary policy, directly connected with implementation of anti-recessionary measures of sovereign governments and Central banks under the COVID-19 pandemic, and with the radical digital transformation of the entire global monetary-credit system after completion of all predicted stages of the coronavirus outbreak.

Keywords: Economics and national economy management; Digitalization; Anti-inflation policy; Anti-crisis measures; Banks; Monetary-credit system; Reserves; Monetary theory; Sovereign money; Financial stability; Fiscal policy; Pricing stability; Digital currency; Central Bank

Conflict of Interest: No conflict of interest is declared by the author.

For citation: Andryushin S. A. Monetary-crediting policy of central banks before and after COVID-19, *Actual Problems of Economics and Law*, 2020, Vol. 14, No. 2, pp. 223–234 (in Russ.). DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/1993-047X.14.2020.2.223-234>

Антиинфляционная парадигма центрального банка (или режим таргетирования инфляции) стала активно формироваться в мировой экономике начиная с середины 1980-х гг. Этому способствовали как политические реформы, так и процессы, связанные с глобализацией, развитием рынка свободной торговли и либерализацией трансграничных потоков на рынках денег и капиталов, а также окончательный провал в денежно-кредитной системе развитых стран (в первую очередь США) так называемого монетаристского эксперимента. В мировой экономике были созданы необходимые условия для появления низкой инфляции, повлиявшие на целевые мандаты центральных банков в области денежно-кредитной политики и политики финансовой стабильности.

В дальнейшем, уже в период 1995–2007 гг., называемый в монетарной сфере периодом великой умеренности (The Great Moderation), или наступлением золотой эры экономической стабильности [1], режим таргетирования инфляции стал основным режимом денежно-кредитной политики ведущих центральных банков в мировой экономике. Именно в этот период центральные банки стали больше ориентироваться на ценовую стабильность, низкую инфляцию, новую стратегию взаимодействия с рынками, основанную

на режимах свободного курсообразования и политику краткосрочных процентных ставок, ставших определяющими факторами ценообразования на денежном рынке и рынках капитала.

Антиинфляционная политика в 2008–2019 гг.

Глобальный финансовый кризис 2008 г. нанес первый серьезный удар по ключевым постулатам основного режима монетарной политики центральных банков – режиму таргетирования инфляции. И в первую очередь это коснулось основы основ этого режима – моделей *DSGE*, объясняющих на языке математики монетарную логику антиинфляционной политики центральных банков. Эти модели обычно предполагают, что экономика имеет тенденцию плавно возвращаться к равновесию, и поэтому финансовый кризис в рамках этой модели в принципе невозможен. Более того, в этих моделях нет смысла оценивать кредитный риск, так как банки не создают кредита, а просто распределяют имеющиеся ресурсы, что делает всех заемщиков полностью кредитоспособными.

Деньги в моделях представлены наличными деньгами центральных банков и депозитными деньгами частных банков. Фирмы в этих моделях формируют

инвестиции либо за счет нераспределенной прибыли, либо ссуд или средств, аккумулируемых на счетах банков и заемщиков от продажи собственности. При этом расходы заемщиков и доходы от привлеченного капитала на протяжении всего периода кредитной сделки равны. Поэтому центральные банки в своей деятельности не сильно должны беспокоиться о росте соотношения совокупного долга (государственного и частного) и валового внутреннего продукта (далее – ВВП), так как рост долга всегда является просчитываемым и безопасным способом потока расходов во времени. Поэтому центральные банки не заметили или не хотели замечать стремительный рост задолженности в экономике как преддверие финансового кризиса 2008 г.

Но финансовый кризис 2008 г. расставил все точки над «i», розовые очки с глаз экспертов центральных банков были сброшены. В условиях кризиса центральные банки фактически стали действовать как дилеры (маркет-мейкеры) последней инстанции [2], взвалив на себя функции размещения (перераспределения) финансовых ресурсов во всей экономике за счет реализации государствами масштабных программ количественных и кредитных смягчений (*QQE*). Так, например, только Федеральная резервная система (далее – ФРС) США для купирования финансового кризиса, связанного с обслуживанием американских обязательств по всему миру, должна была провести операций рефинансирования на общую сумму свыше 29 трлн долл. Однако эти операции в основном были фондируемы исключительно за счет финансовых инструментов бюджетного канала с целью массового купирования совокупного долга крупных банков, корпораций и небанковских финансовых посредников.

Это привело к возрастанию зависимости денежно-кредитной политики центральных банков от фискальной политики суверенных правительств, что резко снизило доверие населения и бизнеса к самому центральному банку и его целевому режиму таргетирования инфляции. На практике возникло серьезное противоречие между процентной политикой центрального банка и процентной политикой минфина (казначейства). Поэтому в условиях стремительного роста суверенного долга приоритеты во многом стали отдаваться в пользу процентной политики минфина, направленной не на регулирование цены денег на

денежном рынке, а на снижение (минимизацию) расходов государства и бизнеса по своим долговым обязательствам.

В настоящее время объем торговли государственным и корпоративным долгом в глобальном масштабе по отношению к ВВП стал намного выше (на 87 трлн долл.), чем до финансового кризиса 2008 г. [3, р. 1]. По данным обзора мирового долгового рынка, подготовленного американским Институтом международных финансов (*Institute of International Finance, IIF*), в 2019 г. объем общемирового долга увеличился на 10 трлн долл. и достиг рекордного за все время уровня в 255 трлн долл., что эквивалентно 322 % глобального ВВП [4].

Поэтому продолжать проводить действующую антиинфляционную политику центральные банки уже не в состоянии. Данная политика в условиях, когда признаки оживления национальной экономики слабы, а центральному банку сложно сделать выбор между стерилизацией избыточной ликвидности и необходимостью обслуживать возрастающий совокупный долг, является серьезным тормозом развития всех экономик в мире. Центральные банки стали четко осознавать ограниченность и недостатки как на уровне теории, так и на практическом уровне действующего режима таргетирования инфляции.

Переход центральных банков в условиях финансового кризиса 2008 г. и после него к нетрадиционной денежно-кредитной политике, называемой в научной литературе политикой балансовых счетов, ознаменовал собой принципиальный отход центральных банков от целевого режима таргетирования инфляции. Финансовые потрясения, периодически возникающие на протяжении всего посткризисного десятилетия (2009–2019), потребовали от центральных банков проведения более экспансионистской политики, чем допускается в рамках действующей до настоящего времени теории Нового монетарного консенсуса (*New Monetary Consensus, NMC*).

Многие современные центральные банки, предоставляя финансовым посредникам и системно важным компаниям большие объемы ресурсов в национальной и иностранной валюте, стали сильно тяготиться существующими постулатами *NMC*. После того как ведущие центральные банки ряда развитых стран (ФРС США, ЕЦБ, Банк Англии, Швейцарский национальный банк и Банк Японии) снизили политику

ческие процентные ставки до нуля и ниже, возникла необходимость в разработке новой монетарной теории, чтобы обосновать свои масштабные покупки долгосрочных государственных и корпоративных облигаций, а также иностранной валюты для смягчения кредитного сжатия на финансовых рынках.

Такая экспансионистская политика все больше отходила от обычных традиционных рамок денежно-кредитной политики и приводила к быстрой потере центральными банками своей финансовой независимости.

Основные постулаты ММТ

Нетрадиционная денежно-кредитная политика, осуществляемая ведущими центральными банками в период финансового кризиса 2008 г. и после него, сыграла ключевую роль в возникновении в 2019 г. новой монетарной теории – «Современной теории денег» (*Modern Monetary Theory, ММТ*), основанной на постулатах посткейнсианства, нового институционализма и теории марксизма:

– монополия на денежную эмиссию (включая кредитную) полностью сосредоточена за суверенным правительством¹ без каких-либо монетарных и фискальных ограничений;

– дефицит государственного бюджета покрывается денежной эмиссией, а не доходами, формируемыми в рамках налоговой системы страны;

– обслуживание и погашение государственной задолженности осуществляется за счет денежной эмиссии, что сводит к нулю риск дефолта суверенного долга страны;

– государство при сохранении механизма гибкости реальной заработной платы способно обеспечить полную занятость за счет наращивания бюджетных расходов;

– инфляция регулируется не за счет инструментария и каналов денежно-кредитной политики (и в первую очередь процентного канала), а исключительно мерами налогово-бюджетной политики;

– гибкий обменный курс является ключом к сохранению суверенной независимости в области фискальной и монетарной политики суверенного

правительства [5, pp. 13, 15, 127, 128, 176, 318, 319, 323, 324, 326, 330, 340, 485, 504, 517, 553–560].

Любая страна, выпускающая собственную валюту², по мнению авторов ММТ, никогда не сможет стать банкротом, так как она всегда сможет осуществлять свои платежи за счет увеличения дополнительной эмиссии национальной валюты. Поэтому, пока суверенное правительство будет осуществлять расходы в своей собственной валюте и не давать каких-либо гарантий относительно конвертируемости своей валюты по отношению к мировым резервным валютам, риск дефолта государственного долга такого правительства будет стремиться к нулю.

Авторы ММТ утверждают, что в современной экономике недостаточно полагаться только на одну монетарную политику центрального банка. Оживить процесс банковского кредитования за счет одних резервов центрального банка, скорее всего, не получится, так как в условиях экономического спада велика доля потенциальных заемщиков, которые не хотят брать кредиты в банке из-за того, что реальная экономика находится в состоянии рецессии балансовых счетов [6, с. 39, 371].

В рамках ММТ предполагается, что государственные расходы и налоговые платежи движутся в противоположных направлениях. Так, центральный банк управляет расходами казначейства, а также предоставляет резервы частным банкам, которые кредитуют счета получателей государственных расходов. Напротив, налоговые платежи движутся в обратном направлении: частные банки аккумулируют налоговые платежи налогоплательщиков на своих корсчетах в центральном банке, а центральный банк зачисляет эти платежи клиентов с корсчетов банков на единый счет федерального казначейства в центральном банке.

В рамках логики ММТ дефицит бюджета увеличивает избыточные резервы, что приводит не к повышению (как в ММС), а снижению ставки овернайт. Иначе говоря, если логика ММС выглядит так: государственные займы вытесняют частные займы в результате роста дефицита бюджета, то логика ММТ – по-другому: рост дефицита госбюджета создает чистые сбережения, а облигации на балансах банков накапливаются

¹ ММТ под суверенным правительством понимает консолидированный государственный сектор, реализующий функции казначейства и центрального банка.

² Валюта, по мнению авторов ММТ, включает наличные деньги, монеты, казначейские векселя, банкноты и резервы центрального банка.

в виде чистых финансовых активов, что приводит к снижению процентной ставки. Но многие экономисты не обращают на это внимания, так как считают, что это противоречит общепризнанному постулату бюджетной коррекции или фискальной консолидации, развиваемой в рамках концепции *НМС*.

ММТ исследует процессы равновесия в другой системе координат. Их концепция равновесия не подразумевает расчистку рынка, а всегда согласуется с неравновесным и нестабильным функционированием рыночной экономики. Они видят серьезные ограничения в рыночной саморегуляции процессов ценообразования. Поэтому, чтобы привести рыночную экономику к равновесию, нужна, по их мнению, «видимая рука» интервенционистского правительства, способная создать и перераспределить необходимые для стабильного экономического развития ресурсы.

В этом случае суверенное правительство для стимулирования экономического роста и обеспечения полной занятости способно будет наращивать свои обязательства в экономике (за счет эмиссии и роста госдолга), аккумулируя тем самым профициты на балансах всех субъектов экономики в виде чистых финансовых активов. И наоборот, сокращение бюджетного дефицита и замедление роста государственного долга, по мнению авторов *ММТ*, приведет к заметному снижению темпов экономического роста, повышению уровня безработицы и сокращению финансового капитала частного сектора.

Новый финансовый кризис, спровоцированный COVID-19

В условиях нового финансового кризиса, спровоцированного пандемией *COVID-19* и стремительным снижением мировых цен на нефть (на 1 апреля 2020 г. цена марки *Urals* составляла 10,54 долл. за баррель), балансы центральных банков, активно использующие антикризисные меры нетрадиционной денежно-кредитной политики, вновь стремительно растут. Основными лидерами здесь по-прежнему являются высокоразвитые страны, такие как США, страны Европейского союза и Великобритания. Страны с формирующимися рынками также не отстают от основных лидеров, в том числе и Россия.

США. Пакет антикризисных мер, разработанный государственными и монетарными органами власти в США, оценивается в сумму примерно 6,2 трлн

долл., из которых 4 трлн, или 21,8 % ВВП, планируется направить на поддержку финансового сектора и 2,2 трлн, или 12,0 % ВВП (на март 2020 г.), – на финансирование бюджетных расходов (поддержку населения, финансовых организаций и предприятий в форме прямых денежных выплат, повышение пособий по безработице, рассрочку и льготное кредитование, налоговые льготы, а также на систему здравоохранения). Реализация этого пакета антикризисных мер, осуществляемая поэтапно, связана со следующими инициативами:

– 15 марта ФРС второй раз в течение месяца снизила ставку по федеральным резервам на 1,0 п. п., до 0–0,25 %. При этом регулятор рассчитывает сохранять этот целевой диапазон до тех пор, пока не будет уверен в том, что экономика находится на пути к достижению своих целей в области занятости и уровня инфляции (ИПЦ) [7];

– 31 марта был создан Фонд Репо *FIMA (FIMA Repo Facility)* для обеспечения бесперебойного функционирования казначейского рынка США и ослабления напряженности с ликвидностью в долларах США для иностранных центральных банков и международных финансовых организаций. Данная ликвидность доступна всем владельцам счетов *FIMA* в течение как минимум шести месяцев начиная уже с 6 апреля 2020 г. [8];

– 1 апреля для того, чтобы ослабить напряженность на рынке казначейских обязательств и повысить способность финансовых организаций предоставлять кредиты домашним хозяйствам и предприятиям, ФРС объявила о временном изменении до 31 марта 2021 г. правил регулирования финансового леввереджа для коммерческих банков [9];

– 3 апреля в рамках Закона *CARES Act* были озвучены рекомендации, позволяющие федеральным агентствам и органам финансового контроля проводить более гибкую политику в отношении ипотечных заемщиков, испытывающих трудности, прямо или косвенно вызванные пандемией *COVID-19*. Например, откладывать выплаты по ипотечным кредитам заемщиков на срок до 180 дней и более [10];

– 9 апреля ФРС объявила о мерах на сумму 2,3 трлн долл., которые будут направлены на поддержку экономики ликвидностью: под залог кредитов, ранее выданных домашним хозяйствам и предприятиям; для покрытия расходов малого бизнеса на зарплату;

оказания помощи малому и среднему предпринимательству (далее – МСП) в рамках фонда *MSLF*; покупки облигаций у штатов и муниципалитетов [11].

Европейский союз. 12 марта 2020 г. Европейский центральный банк (далее – ЕЦБ) для преодоления последствий пандемии *COVID-19* объявил о запуске программы чрезвычайных закупок частных и государственных ценных бумаг на общую сумму 750 млрд евро (*PEPP*) [12], которая наряду с действующей до конца текущего года программой *QE* на сумму в 120 млрд евро станет основным фактором вливания чрезмерной ликвидности в европейскую систему центральных банков (далее – ЕСЦБ).

Одновременно ЕЦБ расширил также возможности предоставления частным банкам долгосрочной ликвидности в рамках целевой программы *TLTRO-III*. В рамках этой программы банки вплоть до июня 2021 г. могут получать ликвидность до 50 % своего кредитного портфеля по отрицательной процентной ставке 0,75 % (ранее нижней границей была – 0,5 %).

Министры финансов Евросоюза в рамках антикризисных мер своих правительств рассматривают возможность использования для этих целей средств Фонда финансовой стабильности (*ESM*), размер которого в настоящее время составляет около 410 млрд евро. В начале апреля глава Еврокомиссии Урсула фон дер Ляйен заявила, что Евросоюз в рамках программы краткосрочного сохранения занятости населения (*SURE*) срочно выделяет 100 млрд евро для смягчения рисков безработицы в странах ЕС.

Великобритания. 11 и 19 марта 2020 г. Банк Англии снизил ключевую процентную ставку на 65 б. п., до 0,1 %, и организовал Фонд срочного финансирования бизнеса с дополнительными стимулами для малых и средних предприятий (*TFSME*). 9 марта *FPC* Банка Англии снизил до 0 % размер антициклического буфера в капитале коммерческих банков, а 17 марта Казначейство объявило о создании Фонда корпоративного финансирования (*CCFF*) для покупки коммерческих бумаг сроком до одного года. В это же время Банк Англии увеличил объем выкупа рискованных активов с рынка – с 435 млрд до 645 млрд фунтов, скоординировав значительный прирост (210 млрд) с правительством Великобритании, с тем чтобы совместными усилиями оказать максимальную поддержку домашним хозяйствам и бизнесу в период пандемии *COVID-19* [13].

Россия. 2 апреля 2020 г. Правительство России утвердило перечень мер для устойчивого развития экономики страны в условиях распространения пандемии *COVID-19*. В постановлении сказано как о предоставлении финансовой поддержки организаций и индивидуальных предпринимателей, занятых в сферах деятельности, наиболее пострадавших в условиях коронавирусной инфекции, так и внесении ряда первоочередных мер, связанных с уплатой налоговых платежей, страховых взносов и авансовых платежей по налогам и страховым взносам³ [14].

3 апреля 2020 г. Банк России утвердил программу дополнительных мер по поддержке кредитования экономики и защите интересов граждан, а именно: по поддержке ипотечного кредитования, сохранению потенциала кредитования субъектов МСП, предоставлению ликвидности кредитным организациям, сохранению доступности услуг страхования для бизнеса, поддержке профессиональных участников рынка ценных бумаг и торгово-клиринговой инфраструктуры, а также участников рынка коллективных инвестиций [15].

Так, физические лица, оказавшиеся в сложной жизненной ситуации (потеря месячных доходов до 30 % и выше), могут воспользоваться кредитными каникулами, позволяющими отложить обязательные платежи по кредитам на срок до шести месяцев. На тот же срок будет осуществляться и выдача банковских кредитов МСП для выплаты заработной платы из расчета 0 % годовых. Привлекать дополнительную ликвидность банки смогут как за счет расширения Ломбардного списка, так и смягчения требований к уровню ликвидности ценных бумаг, используемых в операциях рефинансирования.

10 апреля Банк России утвердил еще один ряд дополнительных мер по защите интересов граждан и поддержке кредитования экономики, в частности, меры, связанные с поддержкой: пострадавших от пандемии компаний и корпоративного кредитования; дистанционного обслуживания клиентов; страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов (далее – НПФ); меры по защите прав заемщиков

³ О мерах по обеспечению устойчивого развития экономики: Постановление Правительства Российской Федерации от 2 апреля 2020 г. № 409. URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202004060004> (дата обращения: 07.04.2020).

и поддержанию устойчивого функционирования микрофинансовых институтов (далее – МФИ) [16].

К числу ключевых инициатив, действующих до 30 сентября 2020 г., были отнесены: неухудшение оценки качества обслуживания долга, сложившейся по состоянию на 1 марта 2020 г.; недоначисление резервов под потери (по ссудам и ценным бумагам) в случае ухудшения финансового положения заемщика после 1 марта 2020 г.; неснижение качества обслуживания долга по ссудам I и II категорий качества по состоянию на 1 марта 2020 г., предоставленным лизинговыми компаниям; расчет норматива достаточности капитала и связанного с ним кредитного риска на основе системы внутреннего рейтингования; отсутствие мер воздействия за нарушение страховыми организациями требований максимальной доли корпоративных ценных бумаг в активах, в которые инвестируются страховые резервы, и в активах, в которые инвестируются собственные средства страховщика [16].

Общие расходы, выделяемые Правительством России и Центробанком на борьбу с преодолением в российской экономике негативных последствий от пандемии *COVID-19*, не превысят 2,5 % ВВП (примерно 2,5 трлн руб.). Это в разы меньше, чем на эти цели выделяется другими странами, например, в США (33,8 % ВВП). Хорошо или плохо такое «недофинансирование» может отразиться на восстановлении и дальнейшем развитии российской экономики, покажет время. Но мировая практика также показывает, что слишком большие объемы финансовой поддержки, связанные с наводнением субъектов экономики и бюджета «вертолетными деньгами», могут в среднесрочной перспективе спровоцировать разбалансированность всей бюджетной системы, стремительный рост суверенной задолженности, активное «проедание» финансового капитала государства, частного бизнеса и домашних хозяйств, а также быстрое повышение инфляции и девальвации национальной валюты.

Монетарная политика центральных банков после *COVID-19*

Активная антикризисная политика, спровоцированная пандемией *COVID-19*, скорее всего, уже в среднесрочной перспективе приведет к серьезному реформированию практически всей монетарной политики центральных банков. Процесс создания цен-

тральными банками денег в условиях коронавирусной инфекции будет стремительным, так как качественные смягчения внутренних стандартов андеррайтинга и международных стандартов Базеля III (требования к регулированию рыночного риска и раскрытию информации в рамках Компонента 3) будут вплоть до начала 2023 г. активно повышать кредитную активность банков и других финансовых посредников в экономике [17].

В настоящее время ни один центральный банк в мире не в состоянии контролировать денежную массу в обращении. Он может оказывать лишь косвенное влияние на предложение денег в экономике – на количество своих резервов и частных денег коммерческих банков – за счет регулирования положительной процентной ставки овернайт на межбанковском рынке. Но в условиях, когда целевая ставка у ведущих центральных банков стала близка к нулю (а у некоторых и отрицательной), процентный канал трансмиссионного механизма монетарной политики перестает действовать, избыточные резервы, остающиеся на счетах в коммерческих банках, начинают в условиях кредитных и количественных послаблений стремительно монетизировать экономику и государственный долг.

По мнению немецкого профессора Йозефа Хубера, мировая денежно-кредитная система, скорее всего, в дальнейшем будет строиться на концепции суверенных денег [18]. Суть этой концепции состоит в следующем: кредитные деньги частных банков заменятся на суверенные деньги государства; эмитентом суверенных денег станет только центральный банк, выступающий банком государства; большая часть эмитируемых суверенных денег будет передаваться государственным предприятиям безвозвратно и без взимания процентов; только незначительная часть суверенных денег будет направляться на рынок межбанковского кредитования, но при условии непосредственной связи этого рынка с производственными целевыми инвестициями [19, с. 134, 135, 137, 138, 140].

Но дальнейшее снижение краткосрочных процентных ставок на денежном рынке, причины спада которых довольно активно исследуются в научной литературе [20, 21], скорее всего, в течение ближайших 3–5 лет приведет к замене суверенных денег правительств на цифровые деньги центральных банков, способных остановить дефляционную динамику

отрицательной целевой ставки овернайт. Поэтому неслучайно некоторые центральные банки стали исследовать возможности, плюсы и минусы выпуска своей цифровой валюты (*CBDC*), которая в условиях довольно низких (нулевых или отрицательных) процентных ставок могла бы гарантировать домашним хозяйствам и бизнесу макроэкономическую, ценовую и финансовую стабильность в среднесрочной перспективе.

Цифровые валюты, особенности их эмиссии, поиск алгоритмов обращения и безопасности (решение проблемы «двойных трат») в настоящее время довольно активно обсуждаются некоторыми ведущими центральными банками, такими как Банк Канады [22], ЕЦБ [23], НБК [24], Sveriges Riksbank [25] и Банка Англии [26]. К этому процессу примкнули научно-исследовательские институты типа *Digital Digital MIT*, а также отдельные представители частного сектора [27]. Несмотря на это, публикаций на данную тему еще недостаточно, чтобы правительствам и монетарным органам власти сделать окончательный выбор в пользу *CBDC*. Но наработки уже имеющихся исследований показывают, что обращение собственной цифровой валюты позволит центральным банкам повысить эффективность монетарной политики в условиях отрицательных процентных ставок. Однако при этом экономические свободы частного бизнеса и домашних хозяйств практически будут уничтожены.

Центральные банки смогут выпускать собственную цифровую валюту, аккумулируя ее на своем балансе в рамках закрытой сети распределенного реестра. В такой сети все участники будут идентифицируемы, доступ другим участникам будет запрещен или строго ограничен, эмиссия и процесс валидации *CBDC* будут регламентированы и закреплены за центральным банком. В то же время *CBDC* будет способен интегрироваться в более зрелые финансовые технологии, но такие, которые наверняка станут полностью контролироваться центральным банком. Поэтому *CBDC* никогда не станет публичной криптовалютой (как биткоин), она будет той же самой электронной валютой центрального банка (как нынешние резервы), но только с рядом дополнительных преимуществ, гарантируемых новыми финансовыми технологиями.

В настоящее время экспертами рассматриваются две формы цифровой валюты центрального банка:

базовая, или беспроцентная, форма *CBDC* и процентная форма цифровой валюты *I-CBDC*. Беспроцентные *CBDC* наделяются свойствами, сходными с наличными. Они доступны в режиме 24/7, номинированы в суверенной валюте и эмитируются в дополнение к банкнотам, а не замещают их. Процентная цифровая валюта (*I-CBDC*), скорее всего, станет альтернативой целевой (ключевой) процентной ставке. Это может привести не только к изменению существующего дизайна балансовых счетов центрального банка, но и к иным последствиям как для денежно-кредитной политики, так и политики финансовой стабильности.

Например, выплата процентов по *I-CBDC* может в условиях роста спроса на эту валюту привести к расширению баланса центрального банка, побуждая тем самым регулятора держать на своем балансе как можно больше государственных и частных обязательств. В условиях же отрицательной целевой ставки это позволит центральному банку устранить негативный эффект передачи ключевой ставки на потребительские и рыночные ставки за счет перехода частных банков на *I-CBDC*. В результате все это будет способствовать как росту эффективности денежно-кредитной политики, так и снижению маржинального кредитного риска на межбанковском рынке финансового посредничества.

Перед тем как запустить в обращение свои цифровые валюты (процентные и беспроцентные), центральным банкам необходимо будет ответить на ряд принципиальных вопросов, которые, скорее всего, могут внести ряд существенных изменений в механизмы, каналы и инструменты центральных банков, связанные с денежно-кредитной политикой и политикой финансовой стабильности.

Перечислим лишь некоторые из них:

– переход клиентов частных банков на цифровые валюты приведет к отходу от традиционных депозитов, а значит, снизит уровень ликвидности в банковском секторе, сократив тем самым объемы банковского кредитования в реальной экономике;

– кредитование в *I-CBDC*, скорее всего, станет более рисковым, так как будет связано с повышенными требованиями к текущим нормативам банковской ликвидности, чем в условиях традиционного кредитования, осуществляемого банками за счет привлечения депозитов;

– опасения роста несправедливости в распределении процентного дохода по *I-CBDC* между коммерче-

скими банками и нефинансовыми организациями, вызванного различиями в дифференциации процентов, начисляемых им центральным банком [28, с. 222–223].

Выводы

В условиях нового финансового кризиса, спровоцированного пандемией COVID-19, наступил период активного огосударствления и концентрации капитала денежно-кредитной сферы в мировой экономике. Правительства начинают подчинять себе центральные банки, денежная эмиссия (включая кредитную), скорее всего, станет определяться не рынком, а исключительно чрезмерными потребностями суверенного правительства. Кредитные деньги частных банков станут быстро минимизироваться. В дальнейшем они полностью заменятся на суверенные деньги государства, большая часть которых на безвозвратной и бес-

процентной основе будет роздана государственным банкам, государственным предприятиям на безвозвратной и безвозмездной основе.

Массированные антикризисные меры правительств и центральных банков в течение ближайших нескольких лет спровоцируют глобальный экономический кризис, основными характеристиками которого станут разбалансированность платежных и бюджетных систем, стремительный рост суверенной задолженности, «проедание» государствами экономического потенциала, резкое повышение инфляции и девальвация национальных валют. Выйти из этого кризиса государства попытаются за счет тотальной цифровизации экономики, сетевых платформ и финансовых активов, и начнутся эти процессы с эмиссии процентной и беспроцентной цифровой валюты центральных банков.

Список литературы

1. Bernanke B. S. The Great Moderation: Remarks made at the meeting of the Eastern Economics Association, Washington, DC, February 20. 2004.
2. Mehrling P. The New Lombard Street: how the Fed became the dealer of last resort, Princeton University Press, 2011.
3. Borio C. Central banking in challenging times // BIS Working Papers. 2019. № 829. December. 29 p.
4. April 2020 Global Debt Monitor: COVID-19 Lights a Fuse. URL: <https://www.iif.com/Publications/ID/3839/April-2020-Global-Debt-Monitor-COVID-19-Lights-a-Fuse> (дата обращения: 13.04.2020).
5. Macroeconomics / W.Mitchell, L.R.Wray, W.Watts. London: Macmillan; Red Globe Press. XXIX, 2019. 573 p.
6. Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии: пер. с англ. М.: Мысль, 2014. 434 с.
7. Federal Reserve issues FOMC statement. 2020. March 15. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm> (дата обращения: 16.03.2020).
8. Federal Reserve announces establishment of a temporary FIMA Repo Facility to help support the smooth functioning of financial markets. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200331a.htm> (дата обращения: 01.04.2020).
9. Federal Reserve Board announces temporary change to its supplementary leverage ratio rule to ease strains in the Treasury market resulting from the coronavirus and increase banking organizations' ability to provide credit to households and businesses. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200401a.htm> (дата обращения: 02.04.2020).
10. Federal agencies encourage mortgage servicers to work with struggling homeowners affected by COVID-19. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200403a.htm> (дата обращения: 04.04.2020).
11. Federal Reserve takes additional actions to provide up to \$2.3 trillion in loans to support the economy. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200409a.htm> (дата обращения: 10.04.2020).
12. ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP): press release. 18 March. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html (дата обращения: 19.03.2020).
13. Bank Rate maintained at 0.1 %. March 2020. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2020/march-2020> (дата обращения: 20.03.2020).
14. Постановление Правительства Российской Федерации «О мерах по обеспечению устойчивого развития экономики» № 409 от 2 апреля 2020 г. URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202004060004> (дата обращения: 07.04.2020).
15. Банк России утвердил дополнительные меры по поддержке кредитования экономики и защите интересов граждан. URL: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=03042020_161415if2020-04-03T16_13_26.htm (дата обращения: 04.04.2020).
16. Банк России утвердил дополнительные меры по защите интересов граждан и поддержке кредитования экономики. URL: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=10042020_183637if2020-04-10T18_35_05.htm (дата обращения: 11.04.2020).

17. Governors and Heads of Supervision announce deferral of Basel III implementation to increase operational capacity of banks and supervisors to respond to Covid-19. URL: <https://www.bis.org/press/p200327.htm> (дата обращения: 30.03.2020).
18. Huber J. Sovereign money. Beyond reserve banking. London: PalgraveMacmillan, 2017.
19. Ефимов В. Конец алхимии финансов и суверенные деньги (О книгах М. Кинга «Конец алхимии: деньги, банковское дело и будущее глобальной экономики» и Й. Хубера «Суверенные деньги. Запределамибанковского резервирования») // Вопросы экономики. 2017. № 12. С. 131–141.
20. The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy / С. Brand, М. Bielecki, А. Penalver // Occasional Paper Series. ECB. 2018. № 217.
21. Rachel L., Summers L. On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation // Brookings Papers on Economic Activity, BPEA Conference Drafts. 2019. March.
22. Bank of Canada Digital Currencies and Fintech. 2017. URL: www.bankofcanada.ca/research/digital-currencies-and-fintech/ (дата обращения: 14.01.2019).
23. Mersch Y. Digital Base Money: an assessment from the ECBs perspective. Speech at the Farewell ceremony for Pentti Hakkarainen, Deputy Governor of Suomen Pankki – Finlands Bank. Helsinki, 16. 2017.
24. Qian Y. Digital Currency and Central Bank Bank Accounts // Tsinghua Financial Review. 2017.
25. Sveriges Riksbank. Does Sweden need the e-krona? 2017. URL: [www.riksbank.se/en/Financial-stability/Payments/ Does-Sweden-need-the-e-krona/](http://www.riksbank.se/en/Financial-stability/Payments/Does-Sweden-need-the-e-krona/) (дата обращения: 08.12.2017).
26. Central Bank Digital Currency: opportunities, challenges and design // Discussion Paper. Bank of England. 2020. March. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2020/central-bank-digital-currency-opportunities-challenges-and-design.pdf?la=en&hash=DFAD18646A77C00772AF1C5B18E63E71F68E4593> (дата обращения: 24.04.2020).
27. Project Ubin Phase 2. Monetary Authority of Singapore, 2017.
28. Андрюшин С. А. Денежно-кредитные системы: от истоков до криптовалюты: монография. М.: ООО «Сам Полиграфист», 2019. 452 с.

References

1. Bernanke B. S. *The Great Moderation: Remarks made at the meeting of the Eastern Economics Association*, Washington, DC, February 20, 2004.
2. Mehrling P. *The New Lombard Street: how the Fed became the dealer of last resort*, Princeton University Press, 2011.
3. Borio C. Central banking in challenging times, *BIS Working Papers*, 2019, No. 829, December, 29 p.
4. *April 2020 Global Debt Monitor: COVID-19 Lights a Fuse*, available at: <https://www.iif.com/Publications/ID/3839/April-2020-Global-Debt-Monitor-COVID-19-Lights-a-Fuse> (access date: 13.04.2020).
5. Mitchell W., Wray L. R., Watts W. *Macroeconomics*, London, Macmillan; Red Globe Press, XXIX, 2019, 573 p.
6. Ku R. *The Holy Grail of macroeconomy: lessons of great recession in Japan*, Moscow, Mysl', 2014, 434 p. (in Russ.).
7. *Federal Reserve issues FOMC statement*, 2020, March 15, available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm> (access date: 16.03.2020).
8. *Federal Reserve announces establishment of a temporary FIMA Repo Facility to help support the smooth functioning of financial markets*, available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200331a.htm> (access date: 01.04.2020).
9. *Federal Reserve Board announces temporary change to its supplementary leverage ratio rule to ease strains in the Treasury market resulting from the coronavirus and increase banking organizations' ability to provide credit to households and businesses*, available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200401a.htm> (access date: 02.04.2020).
10. *Federal agencies encourage mortgage servicers to work with struggling homeowners affected by COVID-19*, available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200403a.htm> (access date: 04.04.2020).
11. *Federal Reserve takes additional actions to provide up to \$2.3 trillion in loans to support the economy*, available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200409a.htm> (access date: 10.04.2020).
12. *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*: press release, 18 March, available at: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html (access date: 19.03.2020).
13. *Bank Rate maintained at 0.1 %*. March 2020, available at: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2020/march-2020> (access date: 20.03.2020).
14. *Decree of the Government of the Russian Federation "On measures for ensuring sustainable development of economy" No. 409 of 2 April 2020*, available at: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202004060004> (access date: 07.04.2020) (in Russ.).

15. *Bank of Russia adopted additional measures for support of economy crediting and protecting citizens' interests*, available at: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=03042020_161415if2020-04-03T16_13_26.htm (access date: 04.04.2020) (in Russ.).
16. *Bank of Russia adopted additional measures for protecting citizens' interests and support of economy crediting*, available at: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=10042020_183637if2020-04-10T18_35_05.htm (access date: 11.04.2020) (in Russ.).
17. *Governors and Heads of Supervision announce deferral of Basel III implementation to increase operational capacity of banks and supervisors to respond to Covid-19*, available at: <https://www.bis.org/press/p200327.htm> (access date: 30.03.2020).
18. Huber J. *Sovereign money. Beyond reserve banking*, London, PalgraveMacmillan, 2017.
19. Efimov V. The end of finance alchemy and sovereign money (On the books by M. King "The end of alchemy: Money, banking and the future of the global economy" and J. Huber "Sovereign money. Beyond reserve banking"), *Voprosy ekonomiki*, 2017, No. 12, pp. 131–141 (in Russ.).
20. Brand C., Bielecki M., Penalver A. The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy, *Occasional Paper Series. ECB*, 2018, No. 217.
21. Rachel L., Summers L. On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation, *Brookings Papers on Economic Activity, BPEA Conference Drafts*, 2019, March.
22. *Bank of Canada Digital Currencies and Fintech*, 2017, available at: www.bankofcanada.ca/research/digital-currencies-and-fintech/ (access date: 14.01.2019).
23. Mersch Y. *Digital Base Money: an assessment from the ECBs perspective. Speech at the Farewell ceremony for Pentti Hakkarainen, Deputy Governor of Suomen Pankki – Finlands Bank*, Helsinki, 16, 2017.
24. Qian Y. Digital Currency and Central Bank Bank Accounts, *Tsinghua Financial Review*, 2017.
25. *Sviertes Riksbank. Does Sweden need the e-krona?*, 2017, available at: www.riksbank.se/en/Financial-stability/Payments/Does-Sweden-need-the-e-krona/ (access date: 08.12.2017).
26. Central Bank Digital Currency: opportunities, challenges and design, *Discussion Paper. Bank of England*, 2020, March, available at: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2020/central-bank-digital-currency-opportunities-challenges-and-design.pdf?la=en&hash=DFAD18646A77C00772AF1C5B18E63E71F68E4593> (access date: 24.04.2020).
27. *Project Ubin Phase 2. Monetary Authority of Singapore*, 2017.
28. Andryushin S. A. *Monetary-crediting systems: from sources to cryptocurrency*, Moscow, OOO "Sam Poligrafist", 2019, 452 p. (in Russ.).

Дата поступления / Received 14.04.2020

Дата принятия в печать / Accepted 25.05.2020

Дата онлайн-размещения / Availableonline 25.06.2020

© Андрюшин С. А., 2020

© Andryushin S. A., 2020