

НОВЫЕ ВЫЗОВЫ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Аннотация. В статье обоснован тезис о том, что в период высокой инфляции и нарастающих рисков в финансовом секторе формируются новые вызовы и противоречия монетарного регулирования, требующие от центральных банков трансформации подходов к выбору его целей и инструментария. Дана оценка регулятивных подходов к достижению ценовой стабильности. Обоснованы сложности оптимизации целей и инструментария в условиях фискального и финансового доминирования. Сформулированы рекомендации по оптимизации процесса «разделения» целей и применения инструментария регулирования, как для Банка России, так и для глобальных регуляторов.

Ключевые слова. Ценовая и финансовая стабильность, монетарное, фискальное и финансовое доминирование, цели и инструментарий монетарного регулирования, инфляция, банковский кризис.

Leonteva I. P.

NEW CHALLENGES OF MONETARY REGULATION

Abstract. The article substantiates the thesis that in a period of high inflation and growing risks in the financial sector, new challenges and contradictions of monetary regulation are formed, requiring central banks to transform approaches to the choice of its goals and tools. An assessment of regulatory approaches to achieving price stability is given. The difficulties of optimization of goals and tools in the conditions of fiscal and financial dominance are substantiated. Recommendations are formulated to optimize the process of "separation" of goals and the use of regulatory tools, both for the Bank of Russia and for global regulators.

Keywords. Price and financial stability, monetary, fiscal and financial dominance, objectives and tools of monetary regulation, inflation, banking crisis.

Введение

Центральные банки ведущих мировых экономик вследствие нарастания кризисных явлений в банковских системах регулируемых стран сегодня стоят перед сложным выбором целей монетарного регулирования. Так, американский банковский кризис 2023 года (банкротство четырех крупных банков вследствие нарастания процентного риска, оттока вкладчиков и падения цен на активы) привело к снижению котировок акций многих финансовых учреждений не только в США, но и в Европе, а также спровоцировало проблемы в европейском банковском секторе. Отдаленные последствия, по всей видимости, будут наблюдаться в среднесрочной перспективе и затронут многие учреждения финансово-банковской сферы, а также небанковские институты.

Ключевой причиной банковского кризиса большинство экспертов называют начавшийся процесс повышения процентных ставок ФРС и ЕЦБ, призванный остановить беспрецедентный рост инфляции в 2022-2023 гг. [6]. Однако банковский сектор, успешно применявший в условиях низких ставок бизнес-

ГРНТИ 06.73.07

EDN DYJRPY

© Леонтьева И.П., 2023

Ирина Петровна Леонтьева – кандидат экономических наук, доцент кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, наб. канала Грибоедова, д. 30-32 (Russia, St. Petersburg, Griboedov canal emb., 30-32). Тел.: 8 (981) 185-39-05. E-mail: leoni64@mail.ru

Статья поступила в редакцию 29.06.2023.

модели повышенного риска, в период роста ставок оказался не готов к существенному увеличению связанного с этим процентного риска.

В целях избежания банкротства других кредитных учреждений и недопущения формирования полномасштабного кризиса вследствие «рисков заражения» ФРС оперативно разработала для банков и небанковских организаций программу экстренной кредитной поддержки (Bank Term Funding Program, BTFP) на срок до одного года под обеспечение облигациями из портфеля заемщика по номинальной стоимости (объемом 2 трлн долл., с возможностью расширения). ЕЦБ также обеспечил финансовую поддержку в сумме более 160 млрд долл. в процессе поглощения одного из крупнейших европейских банков – швейцарского Credit Suisse, у которого возникли аналогичные проблемы, другим швейцарским гигантом – UBS. Однако в США и Европе проблемы могут затронуть еще около 200 банков [7].

Вероятно, действия регуляторов в США и Европе минимизируют возрастающие риски финансовой стабильности и позволят не допустить повторения кризиса 15-летней давности. Вместе с тем, важно понимать, что сложившаяся ситуация – результат проводимой регуляторами монетарной политики в течение как минимум последних полутора десятилетий. В связи с этим сегодня ключевые регуляторы стоят перед совершенно новыми вызовами монетарного регулирования, требующими трансформации подходов как к его целям, так и к инструментарию.

Результаты и их обсуждение

Для борьбы с последствиями финансового кризиса 2008 г., а затем для преодоления последствий пандемии 2020-2022 гг., процентные ставки беспрецедентно снижались, экономики накачивались дешевыми деньгами, росли государственные долги, а финансовые институты (в том числе регуляторы) наращивали портфели активов, в том числе рискованных. Так, ставка ФРС была понижена в 2008 г. до 0-0,25% с докризисных 4,75%, затем в течение более десяти лет ее уровень не превышал 2,25-2,50%, а с середины 2019 г. снова начался процесс снижения ставки, вплоть до околонулевого уровня (0-0,25% в марте 2020 г.) с началом пандемии [13]. Схожая динамика ставок наблюдалась и в Великобритании (снижение ставки с 5,5% в январе 2008 г. до 0,5%, 0,25%, 0,75% с марта 2009 г. до марта 2020 г., когда она была резко снижена до 0,1%) [1], и в еврозоне (ставка по основным операциям рефинансирования снижалась с 3,75% в октябре 2008 г. до нулевой ставки с марта 2016 г. по июль 2022 г.) [5].

После начала, вызванного ультрамягкой монетарной политикой роста цен регуляторы вынуждены были для его подавления быстрыми темпами повышать ставки. Начавшееся в марте 2022 г. повышение ставки ФРС (0,25-0,50% с 17 марта 2022 г.), связано именно с рекордным ростом показателей инфляции до 6,6%. В результате за год к началу мартовского банковского кризиса в США ставка выросла до значений 4,5-4,75%, то есть почти в 20 раз. Более того, после краха банков рост ставки продолжился и с 4 мая текущего года ее уровень составляет 5,0005,25% [13]. Пик американской инфляции (9,2%) был пройден летом 2022 года, но поскольку базовые факторы инфляции (рост цен на энергоносители и санкции против РФ в энергетической сфере) продолжают действовать, аналитики полагают, что рост ставки продолжится как минимум до середины 2023 г. [3]. ФРС сокращает и программы количественного смягчения – с 1 июня 2022 г. ежемесячный объем новых инвестиций стал меньше доходов от погашения облигаций на 47,5 млрд долл., а с 1 сентября – на 95 млрд долл. [12].

Банк Англии также ужесточает монетарную политику. Вследствие роста инфляции до 7,25% в марте 2022 г. и до 10% к концу 2022 года, регулятор, с марта 2020 г. поддерживавший ставку на уровне 0,1%, с декабря 2021 г. по июнь 2023 г. повысил ее (с 0,25% до 5%) на фоне очень медленного снижения инфляции (8,7% в мае 2023 г.), постепенно сокращая объемы выкупа гособлигаций, а с ноября 2022 г. перейдя к их продаже («количественному ужесточению») [1].

Схожая ситуация наблюдается и в еврозоне. В марте 2022 г. произошло ускорение европейской инфляции до 7,5% [11]. Опасаясь негативного влияния ужесточения монетарного регулирования на экономику и финансовые рынки еврозоны, ЕЦБ начал процесс повышения ставок лишь в июле 2022 г. при темпе инфляции в 9,1%, и с 21 июня 2023 г. ставка составила 4,0% по основным операциям рефинансирования (4,25% – по маржинальной кредитной линии, 3,50% – по депозитам), несмотря на то, что пик европейской инфляции в 10,7% был пройден в октябре 2022 г., к декабрю она замедлилась до 9,2%, а в июне 2023 г. – до 5,4%. Повышение ставки на фоне снижения цен ЕЦБ аргументирует замедлением темпов снижения инфляции и инфляционных ожиданий, усилением устойчивости инфляционного про-

цесса, а также недостаточной силой трансмиссии монетарной политики на финансовые рынки, производство и сферу услуг, что требует от регулятора, по выражению К. Лагард, «подать ясный сигнал о продолжении цикла ужесточения монетарной политики и поддерживать ставки на ограничительном уровне так долго, как это будет необходимо», чтобы не допустить развития спирали «зарплата-цены», вернуться к инфляции в 2% и долгосрочному поддержанию ее на этом уровне. При этом политика ЕЦБ все же остается «половинчатой», поскольку сокращение выкупа объема облигаций он начал только с 1 марта 2023 г. (на 15 млрд евро в месяц до конца 2 квартала) [5].

В связи с отмеченными выше проблемами в банковском секторе развитых стран можно предположить возникновение противоречия между целями монетарной политики, ключевой из которых выступает подавление инфляции, и ролью регулятора как гаранта финансовой стабильности, чтобы не допустить перерастания локальных банковских кризисов в полномасштабный финансовый, как это было в 2008 г. Суть этого противоречия в том, что подавление инфляции требует роста ключевых ставок, а снижение рисков финансовой стабильности – поддержания их на стабильном в динамике уровне.

Таким образом, реализация главной миссии центробанков – обеспечение ценовой стабильности – может вступить в прямое противоречие с целью поддержания финансовой стабильности, в особенности с учетом того, что регуляторы сегодня испытывают на себе постоянно возрастающее политическое давление, что, в свою очередь, существенно снижает их возможности для маневра в монетарной сфере и ограничивает доступный инструментарий. Разрешение этого противоречия – задача нетривиальная, требующая возможно кардинальной перестройки механизмов и инструментов монетарной политики, а также более широкого подключения фискальных инструментов, результаты использования которых могут повлечь за собой шоки фискального доминирования, о которых мы скажем ниже [6, 9].

Однозначного ответа на вопрос о том, какой приоритет выберут регуляторы – снижение инфляции или предотвращение кризиса – сегодня не существует. Однако действия ФРС свидетельствуют о том, что регулятор пытается решить две задачи одновременно, применяя диаметрально противоположный набор инструментов: с одной стороны, продолжает повышать ставку, декларируя намерение подавлять инфляцию, которая составила в марте 2023 г. 6%, с другой – расходы по «спасению» банковского сектора (полная компенсация частных вкладов через FDIC, программа экстренного кредитования BTFP и др.) увеличили баланс ФРС на 370 млрд долл. с 3 по 27 марта 2023 г. [2, 12].

Как это ни парадоксально, по мнению экспертов, такой подход может привести к позитивным результатам при условии одновременного ужесточения макропруденциального регулирования. Регулятор не допустит системного кризиса в банковском секторе, при этом за счет роста ставок и повышения требований в части минимизации рисков кредитования кредиты станут дороже, их будет сложнее получить, что приведет к сокращению внутреннего спроса и замедлению темпа роста цен [2]. Правда, в этом случае нерешенными остаются как минимум две проблемы – (1) угрозы рецессии в экономике и (2) слабой подверженности макропруденциальному регулированию небанковских финансовых посредников, что может способствовать усилению нестабильности финансовых рынков.

Проблему оптимизации сочетания целей пытается решать и ЕЦБ, трансформируя используемый еще со времен финансового кризиса принцип их «разделения», подразумевающий, что обе цели (ценовая и финансовая стабильность) могут быть достигнуты посредством действий центрального банка в рамках как монетарной, так и макропруденциальной политики [14].

Сложный выбор цели – не единственная проблема регуляторов. Усиливается и проблема выбора инструментария ее достижения. Так, в течение полутора десятилетий после кризиса 2008 г. стандартной моделью монетарного регулирования центробанков было сочетание целей ценовой стабильности (включая инструментарий недопущения дефляции) и финансовой стабильности. Причем в условиях низких ставок эти цели отлично сочетались и разработанный для их достижения инструментарий давал хорошие и предсказуемые результаты. Соответственно, при столкновении с финансовой нестабильностью в разгар дефляционного шока обычно не было необходимости в «разделении» не только целей, но и инструментария. Один и тот же инструмент, в принципе, мог использоваться для этих двух целей [14]. Сегодня эти инструменты сложно реализуемы, в силу особенностей финансового сектора, сформировавшихся в результате длительного периода низких ставок, – беспрецедентно выросшие государственные и частные долги, перегрев кредитных рынков и высокие цены на активы.

Регуляторные подходы к достижению ценовой стабильности

Существует два ключевых подхода регуляторов к достижению ценовой стабильности – общий и конкретный. Общий подход предполагает влияние преимущественно на инфляционные ожидания, используя принципы независимости, предсказуемости, понятности монетарной политики для широкого круга экономических агентов, и в основе эффективной реализации общего подхода лежит их доверие к политике регулятора. Поэтому наиболее важный фактор эффективности, проводимой центробанком политики управления инфляцией – это открытость и прозрачность его деятельности. Именно постоянные разъяснения того, почему центральный банк предпринимает те или иные действия в ходе реализации своей монетарной политики, лучше всего способствуют росту доверия различных экономических агентов к проводимой регулятором политике и, тем самым, приводят к «заякориванию» (стабилизации) инфляционных ожиданий, что, в свою очередь, минимизирует влияние снижения (или волатильности) курса национальной валюты, и в целом различных ценовых шоков, на уровень инфляции, поскольку экономические агенты, имеющие низкие инфляционные ожидания, в меньшей степени склонны осуществлять действия, которые могут спровоцировать общий рост цен. Независимость центральных банков (в первую очередь от финансового блока правительства) также выступает ключевым фактором эффективности общего подхода.

Конкретный подход означает использование непосредственно инструментов регулирования инфляции – изменения процентных ставок, объемов и условий предоставления дополнительной ликвидности, других рыночных сигналов, способных оказать влияние на совокупный спрос. Без успешности общего подхода конкретный будет малоэффективен. Доминирование общего подхода к регулированию как нельзя лучше иллюстрирует высказывание Б. Бернанке о том, что денежно-кредитная политика – это на 98% разговоры и лишь на 2% – действия [15].

Центральные банки могут проводить действительно независимую монетарную политику только в том случае, если их решения не зависят от исполнительной власти. Данный подход получил название монетарное доминирование. Но проблема в том, что в ситуации, когда государственные долги составляют внушительную величину, существует риск того, что центральные банки могут стать зависимы от финансовых властей и их способность повышать ставки в соответствии с мандатом ценовой стабильности будет ограничена ростом стоимости обслуживания государственного долга.

Такой подход принято называть фискальным доминированием – финансовые власти могут оказывать существенное влияние на решения регулятора, при этом на первый план выходит не борьба с инфляцией, а платежеспособность правительства, то есть недопущение дефолта по государственному долгу. Более того, фискальное доминирование может способствовать тому, что вместо минимизации фактора монетарной инфляции, связанного с чрезмерным денежным предложением, регуляторы фактически его максимизируют, монетизируя государственные долги, выкупая их на свой баланс. В этих условиях регулятор может не быть заинтересован в повышении ставок, поскольку в этом случае он может понести дополнительные убытки.

Поэтому сегодня, с одной стороны, центральные банки должны быть достаточно независимы и хорошо капитализированы, чтобы противостоять шокам фискального доминирования. С другой, остро стоит проблема дальнейшего наращивания государственных долгов, как с позиции стабильности центральных банков, которые их выкупают, так и, в первую очередь, с позиции поддержания суверенной платежеспособности и недопущения дефолтов. Между тем, согласно прогнозным расчетам МВФ, совокупный глобальный госдолг к концу года достигнет 93,3% мирового ВВП, а в 2028 г. вырастет до 99,6% ВВП. Максимальные темпы роста демонстрирует госдолг США, Китая и Японии [8].

Даже если регулятор старается избегать прямой монетизации госдолга, проблемы обслуживания государственных долгов могут оказывать существенное влияние на монетарную политику. Так, главной причиной того, что в 2022 году ЕЦБ поднимал ставки с серьезным запаздыванием, была его озабоченность возможностью усиления «фрагментации» государственных долгов слабых в финансовом отношении стран еврозоны, проявляющейся в быстром увеличении их доходности и угрожающей дефолтом эмитента. С целью минимизации «фрагментации» ЕЦБ, в частности, применял в этот период новый разработанный им механизм «разделения» инструментария – программу Transmission Protection Instrument (TPI), покупая на свой баланс госбумаги только тех эмитентов, которые соответствовали критериям приемлемости, осуществляя устойчивую бюджетную и макроэкономическую политику [14].

Наконец, существенно выросшие частные долги формируют ситуацию, которая получила название финансового доминирования. В этом случае приоритетом регулятора может оказаться не борьба с инфляцией, а стабильность финансового состояния частного сектора, что в свою очередь стимулирует центральные банки разрабатывать новые механизмы поддержки финансово-банковских институтов (в т.ч. различных схем докапитализации, предоставления финансирования под залог ценных бумаг и др.) во избежание существенных финансовых потерь их частных клиентов. А это, в свою очередь, может привести как к ухудшению балансов регуляторов, так и к чрезмерному росту госрасходов на поддержку финансового сектора, в том числе небанковских институтов, управляющих частными сбережениями, и, следовательно, к нарастанию рисков финансовой стабильности и инфляции одновременно.

В связи с этим в качестве позитивного примера «разделения» целей ценовой и финансовой стабильности можно считать действия Банка Англии в сентябре 2022 г., когда ему удалось обеспечить финансовую стабильность в секторе пенсионных фондов, работающих с большим кредитным плечом, и на рынке гособлигаций, без угрозы стабильности цен. В ситуации, когда фонды вынуждены были в большом объеме распродавать падающие в цене гособлигации, усугубляя проблему нехватки рыночной ликвидности (раскручивая «спираль ликвидности»), Банк Англии начал осуществлять интервенции, за счет предоставленного правительством возмещения, по покупке долгосрочных суверенных облигаций Великобритании для восстановления функционирования рынка. Поскольку в этот период для поддержки обесценившегося фунта (инфляция на тот момент превысила 10%) регулятор должен был начать осуществлять продажи ценных бумаг, ему пришлось разъяснить, что покупки будут кратковременными и не пойдут вразрез с общей направленностью денежно-кредитной политики по поддержанию ценовой стабильности. В результате «разделения» целей Банку Англии удалось стабилизировать рынок облигаций, а впоследствии начать продажу бумаг из своего портфеля [14].

Как уже отмечалось выше, процентный риск в банковском секторе США и Европы частично купирован действиями регуляторов. Однако в условиях финансового доминирования по мере роста ставок возникает еще одна угроза – может полномасштабно реализоваться кредитный риск, когда компании и физические лица с высоким уровнем долговой нагрузки не смогут своевременно обслуживать кредиты, что приведет к ухудшению качества кредитных портфелей и нарастанию кризисных явлений не только в банковском секторе, но и у небанковских кредитных посредников. В совокупности со снижением выдач новых кредитов по более высоким ставкам кредитный риск способен оказать негативное влияние на экономическую активность, что усилит масштабы рецессии и еще более ограничит возможности борьбы с инфляцией [6].

Выводы и рекомендации для Банка России

В период, когда глобальные регуляторы ищут пути и разрабатывают инструментарий решения противоречия между мандатом ценовой стабильности и обеспечением финансовой стабильности, важно сделать полезные выводы и для политики российского регулятора с учетом возможной реализации «эффектов заражения» вследствие глобализации финансовых рынков и институтов.

Позиция российского регулятора состоит в том, что состояние банковских систем США и Европы не оказывает прямого влияния российский финансовый рынок, прежде всего из-за санкций, а также усилившейся тенденции деглобализации и фрагментации финансовых рынков [4]. Вместе с тем существуют исследования, доказывающие, что вследствие действия «побочного эффекта» (спилловера) трансформация монетарной политики регуляторов стран, доминирующих в международном разделении труда (прежде всего это ФРС и ЕЦБ) может оказывать непосредственное влияние на ставки регуляторов и средне- и долгосрочные ставки на долговых рынках в других странах, особенно в странах с развивающимися рынками (корреляция в этом случае достигает 0,45 для ФРС и 0,6 для ЕЦБ [16].

Кроме того, растущий риск рецессии мировой экономики может оказать проинфляционное влияние на российский рынок вследствие снижения спроса на российский экспорт и цен на энергоносители, поскольку динамика сырьевых цен выступает ключевым фактором влияния глобальной экономики на российскую, и важнейшим фактором курсообразования, а, следовательно, импортируемой инфляции. Однако в условиях санкций такое влияние существенно снижается и на первый план выходят перспективы роста экономической активности в АТР как фактора, оказывающего позитивный эффект на экономику, доходы бюджета, курс рубля и стабильность финансового сектора в РФ [2, 7].

Основные внешние вызовы для российского финансового рынка – ограничение доступа к платежной инфраструктуре в токсичных валютах, рост риска концентрации рынков валют дружественных стран, прежде всего юаня, сложности по выравниванию валютных дисбалансов в экспортно-импортных операциях; рост закредитованности российских компаний, связанный с перестройкой их логистических и финансовых потоков в процессе трансформации бизнес-моделей; оффшоризация сбережений граждан.

Действуют также внутренние факторы дестабилизации российского финансового сектора – это рост долговой нагрузки населения; банковские процентные риски вследствие преобладания краткосрочного фондирования (депозиты до востребования и сроком до года составляют 78% средств населения и 92% средств юридических лиц) и роста объемов ипотечного кредитования. Однако применительно к оценке вероятности угрозы реализации ситуации, аналогичной банковскому кризису в США, важно заметить, что по расчетам экспертов российский банковский сектор способен сохранять устойчивость при росте ставок до 500 б.п., без введения регуляторных послаблений [4, 9].

Несмотря на начавшееся в конце 2022 г. ослабление рубля, для регулятора важно, что валютный курс не является ключевым фактором инфляции, хотя его волатильность выросла вследствие снижения ликвидности рынка. В силу относительно низкого внутреннего спроса влияние обесценения рубля на внутренние цены остается незначительным и растянутым во времени на 6–12 месяцев. В результате Банку России удастся эффективно поддерживать ценовую стабильность даже в период снижающегося курса рубля. Инфляция в мае 2023 г. составляет 2,5% при целевом показателе в 4,0% и стабильной ключевой ставке, которая с 19 сентября 2022 г. остается на уровне 7,5%. Ключевые секторы финансового рынка также демонстрируют относительную стабильность даже с учетом существующих проблем (снижение ликвидности, сложности с расчетами и блокировкой бумаг иностранных эмитентов, возможности рыночного манипулирования вследствие роста доли частных инвесторов и др.).

На наш взгляд, следует признать правильность примененного регулятором с февраля 2022 г. инструментария антиинфляционного и курсового регулирования (повышение до 20% ключевой ставки с ее последующим снижением по мере снижения инфляционного давления; введение элементов валютных ограничений и валютного контроля с их постепенным ослаблением по мере минимизации рисков обесценения рубля и адаптации альтернативных схем валютных расчетов), а также инструментов поддержания финансовой стабильности в банковском секторе (по предоставлению дополнительной ликвидности, регуляторным послаблениям, в т.ч. в части контроля кредитных рисков) и в ключевых секторах финансового рынка (приостановка торгов, регуляторные послабления для профучастников, поддержание качественного роста рынков и пресечение попыток манипулирования в условиях низкой ликвидности).

Полагаем, что главный фактор действенности денежно-кредитной политики Банка России – это его способность эффективно управлять инфляционными ожиданиями, проводя независимую и прозрачную монетарную политику в рамках общего подхода, не допуская фискального доминирования (практически не монетизируя государственные долги и оставаясь формально независимым от действий фискальных властей) и оперативно регулируя риск финансового доминирования (оперативно вводя элементы макропруденциального ограничения чрезмерной закредитованности частных заемщиков во избежание ухудшения их кредитоспособности и снижения качества кредитных портфелей банков).

Таким образом, Банк России сегодня не стоит перед проблемой сложного выбора целей регулирования, имея в своем арсенале достаточный набор инструментов для поддержания ценовой и финансовой стабильности. Вместе с тем следует поддержать принципиальную позицию российского регулятора в отношении направления развития регулирования банковского сектора и финансового рынка – она заключается в том, чтобы регуляторные требования позволяли финансовым институтам оставаться устойчивыми в кризисных условиях, но применение регуляторных послаблений и экстренных мер господдержки должно находиться на минимально возможном уровне и по возможности в краткосрочном периоде во избежание критического сокращения капитала банковских институтов и снижения доверия к ним, наращивания системных рисков и активизации факторов инфляции [9]. Кроме того, регулятор стремится к росту открытости информации как в части реализуемой им политики, так и во всех секторах финансового рынка.

Заключение

Рекомендации для центральных банков на основании накопленного опыта поиска компромисса между целями ценовой и финансовой стабильности могут быть следующими. Во-первых, если ценовая дина-

мика демонстрирует стабильный и долговременный рост, регулятор должен реагировать незамедлительно, твердо придерживаясь таргета по инфляции и избегать возобновления программ количественного смягчения, поскольку, как аргументированно доказали эксперты Банка международных расчетов (BIS), высокая инфляция обладает самоподдерживающими свойствами, что существенно усложняет возможности регулятора вернуть ее к низким уровням без «побочных эффектов» – снижения выпуска и роста безработицы вследствие неизбежного подавления совокупного спроса [10]. Решающим фактором своевременности действий регулятора выступает его независимость, позволяющая избежать политического давления на него.

Во-вторых, с целью недопущения усиления роста цен инструменты достижения финансовой стабильности должны быть целевыми (точечными) и кратковременными.

В-третьих, регулятор должен иметь адекватный набор инструментов, чтобы решать проблемы ликвидности (также преимущественно краткосрочной) финансово-кредитных институтов, неизбежно возникающие по мере ужесточения монетарной политики, но ни в коем случае не поддержания их платежеспособности (решение этой задачи должно лежать исключительно в плоскости налогово-бюджетных органов). Если регулятор решается на реализацию полномасштабных программ их финансовой поддержки (включая докапитализацию, неограниченные программы средне- и долгосрочной кредитной помощи, чрезмерные макропруденциальные послабления), он рискует не только способствовать нарастанию кризисных явлений в финансовой сфере, но и выйти за рамки мандата ценовой стабильности и поставить под угрозу свою независимость, а значит результативность реализуемой им монетарной политики.

ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Банк Англии. Новости, публикации и события. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.bankofengland.co.uk/news?Taxonomics> (дата обращения 29.06.2023).
2. Вахитова Г. Эксперты: Банковский кризис в США не сбавляет обороты и может спровоцировать снижение цен на нефть // Российская газета. 27.03.2023.
3. Вдовина Т. ЕЦБ идет на обгон // Коммерсантъ № 17, 31.01.2023. С. 2.
4. Данилова Е., Мусаева М., Шевчук И. Уязвимости финансового сектора: новые и старые риски // Эконс. 10.05.2023.
5. ЕЦБ. Статистика. Политика и обменные ставки. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (дата обращения 29.06.2023).
6. Кувшинова О., Волкова О. «Пересборка» центральных банков // Эконс. 13.03.2023.
7. Маркелов Р. Чем обернется для экономики России и всего мира продолжающийся банковский кризис в США и Европе // Российская газета. 28.03.2023.
8. МВФ. Стенограмма пресс-брифинга Fiscal Monitor 2023. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/04/13/tr041223-fm-press-briefing-transcript> (дата обращения 29.06.2023).
9. Юдаева К. Глобальная трансформация // Эконс. 20.04.2023.
10. BIS Annual Economic Report. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e2.htm> (дата обращения 29.06.2023).
11. Euro-Zone Inflation Tops Estimates to Hit New Record on War. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-01/euro-zone-inflation-outstrips-estimates-to-hit-new-record-on-war> (дата обращения 29.06.2023).
12. Federal Reserve Board. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm (дата обращения 29.06.2023).
13. Federal Reserve Board. Open Market Operations. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm> (дата обращения 29.06.2023).
14. Monetary and financial stability – can they be separated? [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230519~de2f790b1c.en.html> (дата обращения 29.06.2023).
15. The Economic Outlook and Monetary Policy. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm> (дата обращения 29.06.2023).
- To What Degree and through Which Channel Do Central Banks Other Than the Federal Reserve Cause Spillovers? [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.bostonfed.org/publications/research-department-working-paper/2023/to-what-degree-and-through-which-channel-do-central-banks-cause-spillovers.aspx> (дата обращения 29.06.2023).