

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/1999-849X-2025-18-1-41-52

УДК 336.76(045)

JEL F21, F30, C40

Дуальность современной монетарной политики развитых стран

O. В. Хмыз

Финансовый университет, Москва, Россия

Аннотация

Объект исследования – монетарные политики развитых государств (США, ЕС, Великобритании и Японии). Предмет исследования – инструментарий проводимых развитыми странами монетарных политик, меняющих свое направление с рестриктивных на экспансионистские векторы, поскольку эффективность неконвенциональных мер монетарных политик в современных условиях подвергается большому сомнению. Цели работы – установление причин изменения направлений монетарных политик развитых стран в 2024 г. и анализ их воздействия на национальные финансовые рынки, экономический рост и экономическую активность в целом. Подтверждено инфляционное влияние принятых в ковидные времена монетарных мер поддержки экономики, продолжающих оказывать влияние на развитые страны и по сей день. Отмечена интенсификация альтернативных инвестиций в сложных геополитических условиях. По результатам анализа сделаны выводы о необходимости смены направления монетарной политики в развитых странах и перехода к политической дуальности.

Ключевые слова: монетарная политика; процентные ставки; ключевая ставка; монетарное смягчение

Для цитирования: Хмыз О. В. Дуальность современной монетарной политики развитых стран. Экономика. Налоги. Право. 2025;18(1):41-52. DOI: 10.26794/1999-849X-2025-18-1-41-52

ORIGINAL PAPER

The Duality of Modern Monetary Policy in Developed Countries

O.V. Khmyz

Financial University, Moscow, Russia

ABSTRACT

The object of the study is the monetary policies of developed countries (USA, EU, Great Britain and Japan). The subject of the study is the toolkit of monetary policies implemented by developed countries, which are changing their direction from restrictive to expansionary vectors, since the effectiveness of unconventional monetary policy measures in modern conditions is highly questionable. The objectives of the work are to identify the reasons for the change in the directions of monetary policies of developed countries in 2024 and to analyze their impact on national financial markets, economic growth and economic activity in general. The inflationary impact of monetary economic support measures adopted in difficult times has been confirmed, which continue to have an impact on developed countries to this day. The intensification of alternative investments in difficult geopolitical conditions was noted. Based on the results of the analysis, conclusions are drawn about the need to change the direction of monetary policy in developed countries and transition to political duality.

Keywords: monetary policy; interest rates; key rate; monetary easing

For citation: Khmyz O.V. The duality of modern monetary policy in developed countries. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law.* 2025;18(1):41-52. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2025-18-1-41-52

ВВЕДЕНИЕ

Направление монетарной политики государства оказывает предопределяющее воздействие на уровень процентных ставок по долговым инструментам национального финансового рынка,

охватывая практически всю национальную экономику, а также отражаясь на трансграничном перемещении потоков капиталов и инвестиций. Фактически процентный канал трансмиссионного механизма монетарной политики, проводи-

мой национальным центральным банком (либо структурой, выполняющей его функции), предопределяет уровень всех прочих национальных ставок [1]. Поэтому процентные ставки, используемые для реализации монетарных мер национальным регулятором и потому называемые политическими¹, способствуют развитию национальных кредитно-финансовых систем и рынков либо их сдерживают.

После глобального кризиса 2008–2009 гг. развитые страны приступили к интенсивному стимулированию экономического роста посредством проведения экспансионистской монетарной политики², поддерживая низкими значениями процентных ставок кредитование бизнеса [2; 3]. Отмечались даже перекосы в сторону их отрицательных значений [4–6]. Массированные финансовые вливания средств государственной поддержки бизнеса способствовали выходу стран из затянувшегося кризиса, дополнительно поощряя экономическое развитие и помогая справиться с волатильностью валют.

Пандемия COVID-19 [7], лоқдауны и продолжение экспансионистской монетарной политики³ способствовали разгону инфляции в США. Поэтому регулятор этой страны [в виде Федеральной резервной системы (далее — ФРС)], выполняяший функции центрального банка, принял решение о повышении политической процентной ставки [8], достигшей в результате сессий максимальных с 2001 г. значений в размере 5,25–5,50% в середине 2023 г. Причем ряд экспертов указывают на запоздание реакции ФРС на высокий уровень инфляции и задержку борьбы с ней.

В поисках «убежищ» инвесторы начинали приобретать традиционный защитный актив — золото и даже обращались к использованию более рискованного и волатильного биткоина⁴, поскольку

в настоящее время за официальными объявлениями и иными сведениями о будущих изменениях процентной ставки пристально следят не только банки и другие участники национальной кредитной системы, но и более широкий круг инвесторов: участники (мирового) финансового рынка, а также контрагенты из других стран, а их ожидания (пессимистические или оптимистические) начинают в свою очередь оказывать все большее влияние на современные финансовые рынки, что стало учитываться при составлении прогнозов.

Путем повышения размера основного процента регулятор стремится «охладить» перекредитование физических и юридических лиц, обуздить относимый к избыточному спрос на деньги посредством отвлечения поступающей на рынок денежной массы в банки и их связывания депозитами. Однако инфляционные ожидания населения не изменяются, цены постоянно и довольно стремительно увеличиваются в особенности на потребительские товары и недвижимость (вместе со стоимостью ипотеки). Население пытается защитить свои накопления от сгорания в инфляционном горниле, делая запасы и приобретая товары длительного пользования. Одновременно сдерживается развитие бизнеса и производства из-за того, что кредиты становятся слишком дорогими. При этом индексация зарплат и пенсий не может догнать инфляцию, ибо, во-первых, она не сопоставима по масштабам и, во-вторых, выступает разгоняющим инфляцию фактором.

Классическое определение инфляции — «воздух» (от лат. *inflatio*) — сводится к переполнению каналов денежного обращения бумажной денежной массой. В условиях преобладания безналичного денежного обращения речь преимущественно идет о безналичной денежной массе, объемы которой нарастают прежде всего из-за дополнительных бюджетных расходов. Следовательно, так называемые вертолетные деньги (*Helicopter Money*)⁵ переполняют чашу монетарной емкости. В значительной степени рост инфляции начала 2020-х гг. обусловлен специфическим перераспределением бюджетных ресурсов, вызывающим недовольство даже нерядовых американцев⁶.

¹ Central bank policy rates. Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org/statistics/cbpol.htm>.

² Экспансионистская монетарная политика подразумевает расширение масштабов кредитования, ослабление контроля над приростом количества денег в обращении, понижение уровня процентных ставок. — Прим. ред.

³ Направленной на увеличение денежной массы и содействие экономическому росту посредством снижения процентных ставок, расширения денежной массы и смягчения резервных требований. — Прим. ред.

⁴ Цифровой валюты, предназначеннной для децентрализованных платежей, т.е. для реализации операций без каких-либо посредников. — Прим. ред.

⁵ Термин «вертолетные деньги» впервые появился в 1969 г. в книге лауреата Нобелевской премии М. Фридмана «Оптимальное количество денег», упрощенно обозначая дополнительную денежную эмиссию. — Прим. ред.

⁶ "A gray area". Elon Musk describes his immigration path. // CNN. 2024. September, 28. URL: <https://edition.cnn.com>.



Рис. 1 / Fig. 1. Дифференциал реальных процентных ставок / Real interest rate differential

Источники / Sources: Bloomberg, WisdomTree. URL: <https://www.wisdomtree.eu/en-gb/products/ucits-etfs-unleveraged-etps/currencies/wisdomtree-long-jpy-short-usd>.

МОНЕТАРНЫЕ РАЗВОРОТЫ РЕГУЛЯТОРОВ РАЗВИТЫХ СТРАН В 2024 ГОДУ

Осень 2024 г. стала знаковым временем для крупнейших центральных банков мира, демонстрировавших своеобразное смешение жесткости регулирования и конструктивности в проводимой ими монетарной политике для ее экспансионистского разворота (см. таблицу).

В июне 2024 г. Европейский центральный банк (далее – ЕЦБ) официально понизил процентные ставки. Затем пришла очередь ФРС, не принявшей в конце июля 2024 г. решения по размеру ставок, но указавшей на возможность их снижения в сентябре 2024 г. Основным фактором влияния на понижение процентной ставки в США осенью 2024 г. стали данные о занятости населения, оказавшиеся ниже ожидавшихся прогнозов. Вслед за ФРС Банк Англии объявил о решении начать смягчающую фазу монетарной политики, снизив процентную ставку на 0,25%. Он стал также осуществлять постепенное уменьшение процентных ставок, но согласно ожиданиям текущий цикл смягчения прогнозируется неглубоким и мягким (т.е. будет реализовываться постепенно).

Опасающийся возвращения дефляции Банк Японии, напротив, 19 марта 2024 г. впервые за 17 лет принял монетарное решение поднять уро-

вень краткосрочной процентной ставки до 0,1% годовых (из-за снижения размера ВВП по итогам 2023 г.) и сократить при этом размеры выкупов государственных облигаций. Тем не менее уровень инфляции в размере 2,6% в июне 2024 г. превысил целевое значение в 2%. Поэтому Совету директоров Банка Японии пришлось провести еще одно повышение ставки (в силе с августа 2024 г.) до самого высокого значения с 2008 г. – 0,25%. Осуществлявший до недавнего времени ультра-экспансионистскую монетарную политику Банк Японии принял затем решение ее нормализовать. Японский комитет по монетарной политике также заявил о двойном сокращении не просто крупномасштабного, а сверхогромного плана выкупа японских государственных облигаций из-за сохраняющихся инфляционных рисков вследствие завышенной стоимости импортируемых товаров и пересмотра прогнозов инфляции по индексу потребительских цен (далее – ИПЦ) для 2025 г. с 1,9 до 2,1%. Объемы ежемесячных выкупов облигаций и бумаг биржевых фондов с начала 2025 г. должны постепенно снижаться с 6 до 3 трлн иен.

Это решение Банка Японии предварило решение американского Федерального комитета по операциям на открытом рынке о начале выкупов ценных бумаг в сентябре 2024 г. Хотя сам уровень американской политической ставки в августе 2024 г. пересмотрен не был, озвученные решения двух ведущих монетарных регуляторов мира относительно

[com/2024/09/28/us/video/elon-musk-illegal-immigration-us-border-crisis-digvid](https://www.etl.fa.ru/com/2024/09/28/us/video/elon-musk-illegal-immigration-us-border-crisis-digvid).

Таблица / Table

**Политические процентные ставки развитых экономик с мая 2009 г. по сентябрь 2024 г. /
Policy interest rates of developed economies from May 2009 till September 2024**

Страна/регион / Country/region	Процентная ставка / The interest rate	Минимальное значение за период, % / Minimum rate range, %	Максимальное значение за период, % / Maximum rate range, %	Последнее значение (на сентябрь 2024 г.), % / Last available rate (as of September 2024), %
США / USA	Целевая ставка ФРС США	0,13 май 2009	5,38 август 2024	4,88
Зона евро / The Euro area	Рефинансирования ЕЦБ*	0,00 март 2016	4,50 май 2024	3,50
Великобритания / Great Britain	Официальная банковская ставка Банка Англии	0,10 март 2020	5,25 июль 2024	5,00
Япония / Japan	Краткосрочная политическая ставка процента Банка Японии**	-0,10 сентябрь 2016	0,25 сентябрь 2024	0,25

Источник / Source: URL: <https://data.bis.org/topics/CBPOL/tables-and-dashboards.849>.

* С 18 сентября 2024 г. в зоне евро в качестве политической ставки процента используется ставка для размещения депозитов в ЕЦБ. С 15 октября 2008 г. до 17 сентября 2024 г. политической была ставка обеспечения ликвидности ЕЦБ по основным операциям рефинансирования.

** С 11 марта 2024 г. в качестве политической ставки процента в Японии используется необеспеченная онкольная ставка овернайт. С 21 сентября 2016 г. до 20 марта 2024 г. использовалась краткосрочная политическая ставка процента.

направления их политик ожидались участниками рынков, обусловив укрепление пары валют — доллар США/японская иена (*USD/JPY*) — с недавних минимумов за последние 38 лет до уровня 162 (рис. 1).

Летом-осенью 2024 г. уровень инфляции в США снижался, уровень экономического роста продолжал оставаться высоким в Группе десяти (*G10*). Это вселяло определенную долю оптимизма, но потребительская инфляция (рассчитанная по личным расходам американских потребителей) была еще сравнительно высока, и желательно было ее снизить до начала нового раунда монетарного смягчения, особенно в свете выборов 2024 г.

В июле 2024 г. диапазон ставок (5,25–5,50) был сохранен ФРС неизменным восьмой раз подряд (а это максимальный уровень за более

чем 20-летний период), которая обосновала свое решение отсутствием весомых доказательств приближения уровня инфляции к таргетируемым 2%: хотя американский рынок труда продолжал расти при увеличивающейся безработице. Поэтому ФРС поставила перед собой две цели: одновременно обеспечить занятость и достигнуть ценовой стабильности⁷. В этой связи примечательным выглядит факт о том, что до внесения поправки в Закон о ФРС в 1977 г. обеспечение

⁷ Cook L.D. The Dual Mandate and the Balance of Risks. Board of Governors of the Federal Reserve System. 2024. March, 25. URL: — <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech-cook20240325a.htm#:~:text=The%20Fed's%20modern%20statutory%20mandate,maximum%20employment%20and%20stable%20prices.&text=These%20goals%20are%20commonly%20referred%20to%20as%20the%20dual%20mandate>.

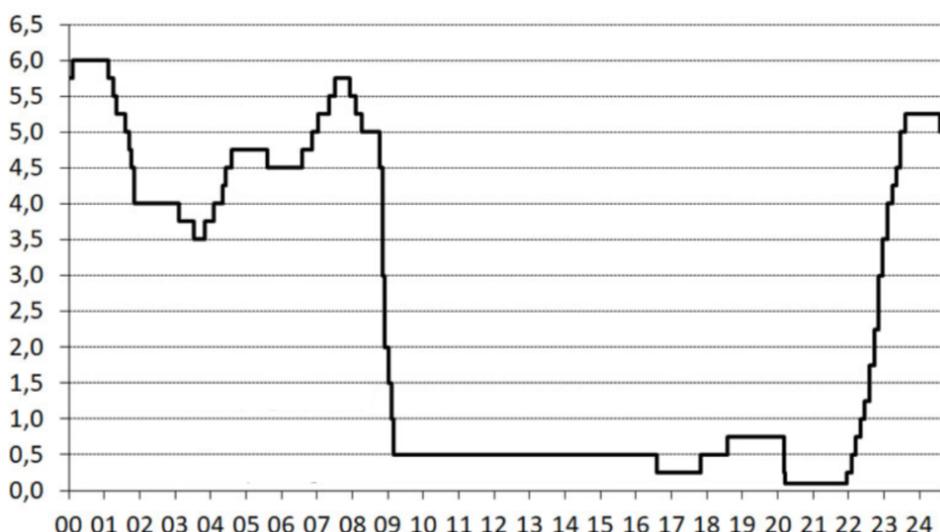


Рис. 2 / Fig. 2. Политическая процентная ставка Банка Англии, % / Bank of England Policy Rate, %

Источник / Source: Bank of England. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/the-interest-rate-bank-rate>.

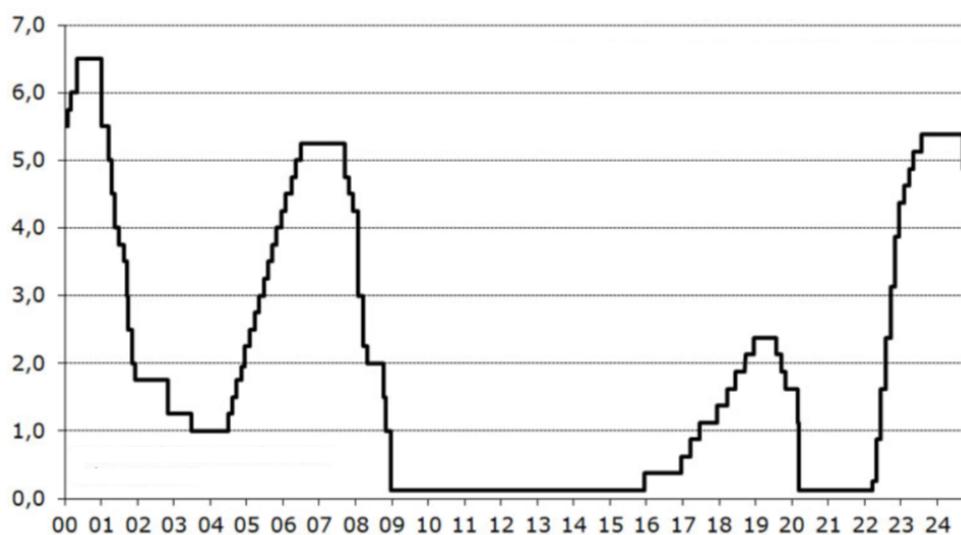


Рис. 3 / Fig. 3. Политическая процентная ставка ФРС США, % / Federal Reserve Policy Rate, %

Источник / Source: Federal Reserve. URL: <https://www.federalreserve.gov/economy-at-a-glance-policy-rate.htm>.

максимальной занятости уже было нормативно закрепленной целью⁸.

Сегодняшняя дуальность (двойственность) монетарной политики предопределяется необходимостью в условиях повышенной инфляции отдавать приоритет именно ей, а по мере обуздания инфляции и остыивания рынка труда

пересматривать этот приоритет и выдвигать одновременно две цели.

В августе 2024 г. Банк Англии также решил впервые с марта 2020 г. снизить на 0,25% официальную банковскую ставку (с 5,25 до 5,00%) на фоне неясных ожиданий рынка с обещанием осуществить тщательнейший предварительный анализ принимаемых решений во избежание неоправданно быстрых или серьезных сокращений процентной ставки (рис. 2). Принятию смягчающего решения способствовало понижение уровня по-

⁸ Одна из дополнительных целей американского Закона о занятости 1946 г.— максимальная покупательная способность — была истолкована как равнозначная цели ценовой стабильности.

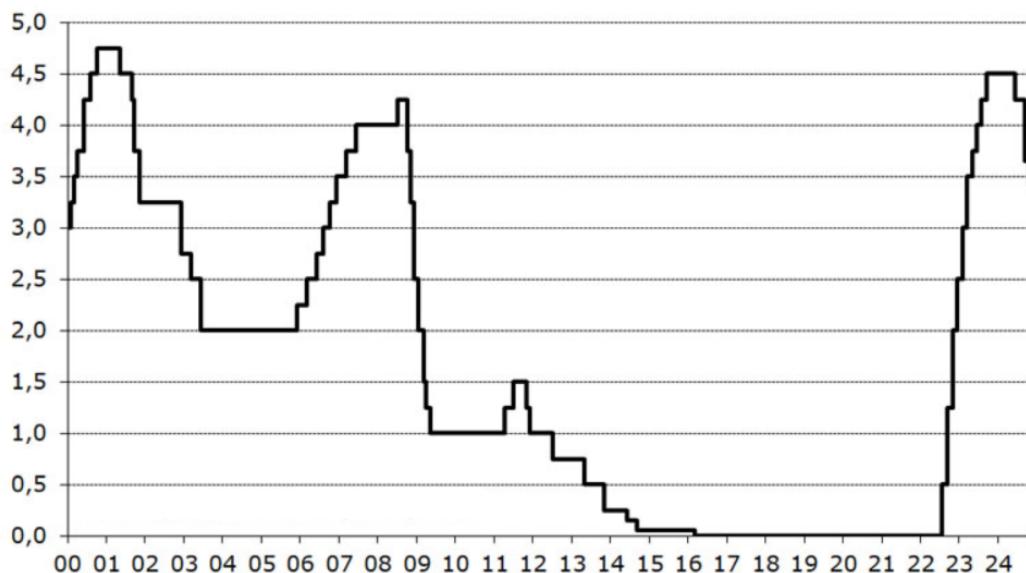


Рис. 4 / Fig. 4. Политическая процентная ставка ЕЦБ, % / European Central Bank Policy Rate, %

Источник / Source: European Central Bank. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

потребительской инфляции, хотя базовая инфляция продолжала оставаться на сравнительно высоких уровнях 2011 г., но инфляционные ожидания были большими⁹. Основным инфляционным триггером Великобритании продолжал оставаться темп роста зарплат (6% при инфляции в ~3,5%), оказывающий позитивное воздействие на личное потребление и негативно влияющий на инфляционное обесценивание (в аспекте монетарной инфляции).

В сентябре 2024 г. ФРС впервые за последние годы (рис. 3) понизила процентную ставку сразу на 50 базисных пунктов (далее – б.п.) до 4,75–5,0% годовых, начав тем самым раунд экспансионистской монетарной политики, несмотря на некоторое повышение темпов роста цен вследствие достигнутого прогресса в движении к инфляционным целям. Однако столь резкое и одномоментное на 50 б.п. снижение уровня ставки может свидетельствовать о проблемах в экономике. А поскольку ожидания участников рынка и инвесторов играют большую роль в современной экономике, сохранение размеров процентной ставки ФРС в июле 2024 г. было воспринято участниками рынка как сигнал к снижению уровня процентной ставки в сентябре и декабре 2024 г.

⁹ Flanagan K. Inflation Now Taking a Back Seat. URL: <https://www.wisdomtree.com/investments/blog/2024/09/04/inflation-now-taking-a-back-seat>.

С июля 2022 г. ЕЦБ проводил рестрикционную монетарную политику¹⁰, борясь с инфляцией [9]. Он последовательно десять раз повышал процентную ставку и к сентябрю 2023 г. довел ее до 4,5% (по депозитам – до 4%, по маржинальным кредитам – до 4,75%), пока не понизил ее в июне 2024 г. (рис. 4).

С сентября 2023 г. по июнь 2024 г. ЕЦБ удерживал процентные ставки неизменными (пять раз подряд). За этот период уровень инфляции снизился более чем на 2,5%, ценовое давление ослабло, инфляционные ожидания уменьшились.

В июне 2024 г. ЕЦБ приступил к понижению процентных ставок¹¹ впервые с 2019 г. В сентябре 2024 г. он также уменьшил процентные ставки (рефинансирования – на 0,6% до 3,65% годовых, по депозитам – на 0,25% до 3,5%).

В октябре 2024 г. экспансионистская политика продолжилась (понижение уровней процентных ставок составило 0,25%)¹², основываясь на обновленных прогнозах по инфляции (в октябре 2024 г. инфляция составила 1,8% – минимальное

¹⁰ До ужесточения ЕЦБ в июле 2022 г. ставка по депозитам была –0,5%, базовая –0%, маржинальная –0,25%.

¹¹ ЕЦБ наряду со ставкой по основным операциям рефинансирования регулирует ставки депозитного и маржинального кредитного механизмов.

¹² ECB monetary policy decision. 2024. October, 17. – ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp241017~aa366eaf20.en.html.

значение с 2022 г.), а также на силе монетарной трансмиссии.

ЕЦБ последовательно сокращает размеры программы выкупа активов¹³, отказавшись от реинвестирования основных платежей по погашенным ценным бумагам. Аналогичной была его тактика в отношении программ экстренного выкупа ценных бумаг в пандемийный период¹⁴ (портфель механизма сокращался примерно на 7,5 млрд евро ежемесячно), чтобы (по плану) исчерпаться в конце 2024 г. При этом сохраняется гибкость реинвестирования погашений по чрезвычайной программе выкупов, объявленной ЕЦБ в связи с пандемией коронавирусной инфекции *Pandemic emergency purchase programme* (далее — РЕПП) для противодействия трансмиссионным рискам пандемийного периода. Совет управляющих ЕЦБ приступил к регулярным оценкам воздействия целевых кредитных операций на результативность монетарной политики в направлении достижения 2%-го целевого уровня инфляции в среднесрочной перспективе. В целях противодействия потенциально повышенной рыночной волатильности в зоне евро предусмотрен инструмент защиты трансмиссии. К середине 2025 г. прогнозируется снижение процентной ставки до 2%, а к концу 2025 г. — до 1,5%¹⁵.

Следовательно, 2024 г. (предварительно) можно считать поворотным годом монетарных политик развитых стран в направлении экспансионизма. Это утверждение справедливо прежде всего для государств, боровшихся с инфляцией преимущественно путем повышения стоимости кредитования. Постепенное понижение уровня политической ставки, а затем и остальных процентов создает более привлекательные финансовые условия, приводя к понижению облигационной доходности и улучшению перспектив фондового рынка. Так, реакция рынка на повышение Банком Японии в 2024 г. ставки на 15 б.п. должна обусловить замедление приобретения облигаций.

¹³ Asset purchase programmes. European Central Bank.— <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>.

¹⁴ Pandemic emergency purchase programme. European Central Bank.— <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

¹⁵ Reid J. European Central Bank set for third interest rate cut of the year in meeting this week. CNBC. 2024. October, 14. URL: <https://www.cnbc.com/2024/10/14/european-central-bank-heads-for-third-interest-rate-cut-of-the-year.html>.

Однако коррекция иены может реверсировать. Валютная пара USD/JPY после принятия экспансионистских решений скорректировалась на 7,4% от своих максимумов, что позволило Банку Японии принять политическое решение о поддержке иены, подтверждая тем самым замедление роста японской экономики и усиление инфляционных тенденций. В подобных условиях регуляторная поддержка неудивительна. Размер реальных заработных плат в Японии понижается из-за относительно более высокого уровня инфляции и значительных отчислений на социальное обеспечение. Благодаря повышению процентной ставки экономическая устойчивость страны в таких условиях может сохраняться при сравнительно высоких уровнях инфляции. В случае ошибочности этих ожиданий курс иены может реверсировать свое недавнее укрепление по отношению к американскому доллару.

Повышение процентной ставки может также поддерживать курс национальной валюты в среднесрочном периоде потому, что фактическим валютно-курсовым драйвером является состояние торгового баланса страны.

К зиме 2024 г. согласно проведенному техническому анализу наблюдалась перекупленность многих валют на мировом валютном рынке. Поэтому можно было ожидать коррекцию и по доллару, и по евро, и по юаню. Важное значение имеют ожидания рынка: если они в целом совпадают с решениями регулятора, можно не рассчитывать на одномоментное значительное колебание уровня валютного курса.

Дополнительными факторами валютно-курсовой волатильности в конце 2024 г. выступали продолжающаяся геополитическая напряженность и приближающиеся президентские выборы в США. Причем все эти факторы к самому моменту ведения наблюдений уже могли быть заложены в курс национальной валюты и даже быть отыграны. И тогда принятие последующих рестриктивных решений регулятора будет скорее нейтрально восприниматься участниками внутреннего валютного рынка.

ЭКСПАНСИОНСТСКИЕ И РЕСТРИКЦИОННЫЕ МЕХАНИЗМЫ МОНЕТАРНОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ В РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ

Современные рынки несовершенны, нелинейны, вариативны и живут ожиданиями следова-

ния траектории финансовых инструментов [10], и поэтому могут происходить предварительные покупки относительно дешевых ценных бумаг, нацеленных на опережение событий. Ведь направление проводимой регулятором монетарной политики, несомненно, изменится, и активные инвесторы ожидают монетарного разворота. Жесткость политики центрального банка, растущие процентные ставки приводят к распродажам акций, несмотря даже на обещания выплаты дивидендов: многие факторы уже заложены в цену бумаг, курсы которых продолжают понижаться. При сравнительно длительном периоде завышенной политической ставки участники рынка начинают закладывать в цену перспективное понижение процентных ставок, что приводит к предварительным приобретениям акций с ориентацией в том числе на прогнозные значения ведущих фондовых индексов.

На фондовом рынке, находящемся в подобных условиях, ощущается сильное давление на бенчмарк, индекс государственных облигаций двигается вдоль минимумов, и после принятия очередного ужесточающего решения регулятора он способен достигнуть дна. Курсы облигаций резко понижаются, причем нередко в значительных размерах, а доходность, напротив, взлетает и может достигать многолетних максимумов. Однако и в таких условиях инвесторы не спешат, с одной стороны, приобретать государственные ценные бумаги, ожидая дальнейших проседаний цены, чтобы войти с минимальными текущими издержками в ожидании перспективного монетарного смягчения, позволяющего им хорошо зарабатывать. С другой стороны, процентная турбулентность может быть весьма короткой как, например, в начале августа 2024 г., когда в США быстро были проведены соответствующие коррекционные выкуupy. ФРС не изменила уровень процентных ставок летом 2024 г. на фоне уверенного экономического роста, но сохранения некоторой неопределенности экономических перспектив.

Итог рестриктивной монетарной политики центрального банка — негативно-сдерживающее воздействие на фондовый рынок [11]. Курсы облигаций с фиксированными купонами в таких условиях продолжают тенденцию понижения (хотя бы в краткосрочном периоде), отражая переоценку рыночных ожиданий к более высокому

уровню процентной ставки в более длительном временном интервале. И хотя нередко участники рынка заранее отыгрывают вероятное рестрикционное решение регулятора, его фактическое принятие повышает степень ужесточения политики, что безальтернативно отражается на долговом сегменте финансового рынка, причем на коротком временном интервале.

Снижение значений индексов фондового рынка, в том числе индекса государственных облигаций, воспринимавшееся ранее в качестве индикатора краткосрочных спекулятивных рыночных колебаний, при условии длительности соответствующего монетарного регуляционного периода может приводить инвесторов в новую реальность (более или менее долгосрочную¹⁶). В таких условиях инвесторам обычно рекомендуется следовать защитной стратегии посредством размещения средств на депозитах, в фондах денежного рынка (что более рискованно) и облигациях с плавающей купонной ставкой, поскольку эти инструменты способны одновременно приносить приемлемую в условиях повышенной инфляции доходность при сопоставимом уровне риска и своевременно реагировать в случае очередного изменения уровня процентной ставки. В условиях сохранения финансово-инфляционной и валютно-курсовой неопределенности и в ожидании дальнейшего повышения процентных ставок инвесторы все больше склоняются к приобретению облигаций с плавающей ставкой, выбирая из их числа более ликвидные государственные либо более доходные корпоративные ценные бумаги [12].

В результате повышения процентной ставки происходит замедление роста цен хотя и не в ожидавшихся регулятором масштабах, поскольку риски могут быть смешены к более высоким показателям инфляции. При реализации рискового сценария, т. е. высоких темпах инфляции вопреки предпринятым мерам повышения процентной ставки, регулятору придется повышать ее значение еще больше. Но, конечно, это зависит от скорости реакции экономики на новый этап рестриктивности.

Примечательно, что недостижение целевых показателей не всегда является индикатором

¹⁶ Например, на современном японском фондовом рынке цикл длился более 30 лет.

бездействия инструмента ставки. Иначе уровень инфляции был бы еще выше. Просто современные рынки находятся в условиях неопределенности [13], т.е. в состоянии неполноты (недостаточности) информации о будущем экономики страны (финансового рынка) либо глобальной экономической активности.

Как известно, повышение уровня неопределенности приводит к замедлению экономической активности. Вследствие проявляемой домашними хозяйствами предосторожности они в условиях экономико-финансовой неопределенности больше сберегают, слаживая свое временное потребление. Снижение темпов потребления уменьшает краткосрочный спрос, а также размеры инвестиций ввиду отсутствия стимулов для него.

Несовершенные финансовые рынки заставляют инвесторов в условиях неопределенности искать компенсации за повышенный риск, поэтому растут кредитные спреды, рисковые премии и стоимость финансирования в целом. [14] Сами действия регулятора (как и его бездействие) в сложных геополитических условиях либо под воздействием внешних шоков (кризисных явлений, форсмажорных обстоятельств) также оказывают влияние на состояние и степень экономической и финансовой неопределенности. Примечательно, что в периоды неопределенности необходимость в подобных решениях эндогенно нарастает. Регулятор может давать четкий сигнал о дальнейшем направлении монетарной политики, тем самым осуществляя вербальную интервенцию. Определенность экономической политики оказывает существенное влияние на экономику страны и ее финансово-кредитную систему.

Изменение уровня процентных ставок отражается также на рынке альтернативных инвестиций. В поисках более эффективных размещений своих ресурсов инвесторы обращаются к развивающемуся классу цифровых активов — криптовалютам, биткоину. Валовая рыночная капитализация криптовалют превысила 2 трлн долл. США, и это дало аналитикам возможность рассматривать их в качестве ключевого диверсификатора современного мультивалютного портфеля, а также драйвера портфельного роста.

Ожидаемые снижения процентных ставок оказывают благоприятное влияние на курсы ак-

ций компаний малой и средней капитализации. Так, индекс *Russel 2000* отреагировал 9,2%-м ростом на данные американского индекса потребительских цен июня 2024 г., оказавшиеся на меньше ожидавшихся уровнях. Тенденция понижения также несет еще большую потенциальную выгоду для технологических биржевых фондов. По мере стабилизации ожиданий понижаемых процентных ставок технологические компании малой и средней капитализации получат скорее всего преимущества от понижения затрат на финансирование и от увеличения оценок.

В государствах с развивающейся экономикой анализируемые взаимозависимости обычно проявляются ярче¹⁷ в условиях ограниченного товарного предложения и волатильности валютного курса.

Классическая взаимосвязь уровня процентной ставки и валютного курса обуславливает следующую тенденцию: повышение процентной ставки укрепляет национальную валюту из-за сокращения импорта (сдерживающего эффекта повышения процентной ставки на потребительское кредитование) и снижения связанного спроса на нее при одновременном повышении привлекательности финансовых инструментов, деноминированных в национальные денежные единицы (не только депозиты физических и юридических лиц, но и инструменты национального финансового рынка, прежде всего краткосрочные).

Если курс национальной денежной единицы и без того слабый и даже приближается к локальным минимумам, дополнительное негативное воздействие на него могут оказывать динамика цен на сырье и нормы репатриационного валютного регулирования.

Процентные ставки по кредитам при повышении политической ставки приближаются к зарадительным уровням. Чрезмерные требования к заемщикам сжимают рынок банковского кредитования, в то время как нужны источники для выплаты повышенных процентов по депозитам, что приводит к смещению сроков банковских депозитных продуктов. Но это означает дополнительные риски для вкладчиков и свидетельствует

¹⁷ Yoshino N., Chantapacdepong P., Helble M. Macroeconomic shocks and unconventional monetary policy: impacts on emerging markets. Oxford: Oxford University Press; 2019.

о пессимистических прогнозах банков. В таких условиях можно ожидать дальнейшего продолжения роста процентных ставок по кредитам ввиду удорожания ресурсной банковской базы. Следовательно, повышение ставки процента отразится понижением объемов банковского кредитования.

В некоторых развивающихся странах банковские проценты (т.е. ставки по депозитам в коммерческих банках) даже опережают динамику политической ставки, а не просто коррелируют с проводимым регулятором процентным курсом. Так, если центральный банк принимает решение следовать повышающим процентным курсом, то и проценты коммерческих банков по депозитам и кредитам будут расти. Их снижение в будущем возможно, но быстрого удешевления кредитных ресурсов, скорее всего, не будет, лаг может составить четыре–пять месяцев.

ВЫВОДЫ

Традиционный инструментарий денежно-кредитной политики еще в прошлом веке неоднократно доказывал свою несостоятельность во многих странах, в том числе развитых. И это в условиях тогдашнего уровня развития мировой экономики, мировой валютной системы и национальных финансовых систем и рынков. В новом тысячелетии традиционные меры регулирования исчерпали себя настолько, что многие государства перешли, а другие начали переходить к использованию неконвенциональных инструментов, соответствующих требованиям глобализации, а не денежно-кредитных политик. Неконвенциональные меры в некоторой степени себя оправдали, но они также не стали и не являются идеальными. В результате глобального роста цен на энергоносители, начавшегося в США в конце 2021 г., американский монетарный регулятор (а вслед за ним центральные банки других стран) поднимает политическую ставку процента, стремясь сдержать инфляционное обесценивание и даже управлять курсом национальной денежной единицы. Фактические совместные действия ведущих центральных банков мира свидетельствуют о совместности их монетарных политик по аналогии с ранее согласованными валютно-курсовыми политиками [15].

При изменении регулятором уровня политической (основной) ставки преследуются определенные цели. Ввиду преимущественно инфляционной направленности государственного регулирования развитых стран в последнее время целью монетарных политик ведущих стран мира стало именно сдерживание инфляционного роста, отмечающегося во многих развитых государствах. Возникает вопрос: насколько действенным станет такое решение регуляторов, вновь прибегающих к использованию во многом неработающего инструмента монетарной политики?

Осенью 2024 г. монетарные власти перешли к смягчению монетарной политики, полагая, что ФРС удалось справиться с инфляцией. При этом сегодня во главу угла монетарной политики развитых стран ставятся данные рынка труда, а не инфляция. Следовательно, речи о дилемме не идет, это дуальность, т.е. противоречивость. Размеры и сроки, а также масштабность монетарных корректировок соизмеряются с макроэкономическими показателями, балансом рисков и прогнозами. Нейтральный уровень американской политической процентной ставки на краткосрочную перспективу представляется на уровне 3,25–3,5%. Опираясь на базовые показатели, монетарные регуляторы развитых стран не возлагают на себя предварительных обязательств по уровню политических процентных ставок, тем самым оставляя пространство для маневра.

Фондовые индексы обновляют максимумы, но отмечаются изменения в структуре активов инвестиционных портфелей в сторону финансовых инструментов быстро растущих компаний, но с низким уровнем маржинальности либо значительными долгами. Прогнозируется также общий рост аппетита инвесторов к риску. На фоне перспективных ожиданий понижений процентных ставок может стать целесообразным размещение дополнительного капитала в более рискованные активы, каковыми являются криптоинструменты. Пониженные политические ставки в историческом контексте оказывали благоприятное влияние на криптоцены, как это было в начале 2020-х гг. Подобные изменения макроэкономической среды, наряду с примечательным восприятием биткоина в качестве диверсификатора портфеля и улучшающимся институциональным восприятием на фоне высоких geopolитических рисков, потенциально способны благоприятно влиять на краткосрочные тенденции.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Катасонов В.Ю., Битков В.П. и др. Деньги, кредит, банки. М.: Юрайт; 2024. 519 с.
2. Бурлачков В. К., Головнин М. Ю., Тихонов А. О. Тенденции развития денежно-кредитной сферы и монетарная политика центральных банков ведущих стран. *Вестник Института экономики РАН*. 2017;(1):8–21.
3. Чижова М. К. Фундаментальные основы формирования ставки процента. *Экономика и предпринимательство*. 2021;(5):1241–1244.
4. Burlachkov V.K. Modern interest rate policy and the phenomenon of negative interest rates. *Digest Finance*. 2017;22(4):392–399. DOI: 10.24891/df.22.4.392
5. Чижова М. К. Отрицательная процентная ставка: современное восприятие. *Финансовая экономика*. 2021;(6):252–256.
6. Kiyotaki N., Moore J. Liquidity, Business cycles, and monetary policy. National Bureau of Economic Research; 2012. NBER Working Papers 17934.
7. Горбачева Т.А. Особенности денежно-кредитной политики зарубежных развитых стран в период пандемии. *Вестник университета*. 2020;(12):146–151.
8. Хмыз О. В. Неконвенциональные направления монетарного регулирования в турбулентной мировой экономике. *Экономика. Налоги. Право*. 2021;14(5):31–38. DOI: 10.26794/1999–849X-2021-14-5-31–38
9. Чижова М. К. Анализ динамики изменения процентных ставок в странах Европейского союза. *Экономика, предпринимательство и право*. 2023;13(9):3867–3879. DOI: 10.18334/epp.13.9.119053
10. Данильченко А. В. Иррациональность инвесторов как фактор нестабильности финансовых рынков. *Экономика, предпринимательство и право*. 2023;13(9):3829–3850. DOI: 10.18334/epp.13.9.119179
11. Шенгелевич И.Х., Лукашенко И.В. Основные особенности монетарной политики ЦБ РФ, Великобритании, США и Австралии. *Московский экономический журнал*. 2021;(6):167–174.
12. Чижова М. К. Международная валютная ликвидность: влияние отрицательных процентных ставок. *Финансовый бизнес*. 2021;216(6):222–225.
13. Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*. 2016;131(4):1593–1636. DOI: 10.1093/qje/qjw024
14. Данильченко А. В. Эффективность посткризисного регулирования финансовых рынков. *Экономика, предпринимательство и право*. 2023;13(10):4461–4482. DOI: 10.18334/epp.13.10.119202
15. Хмыз О. В. Глобальные тенденции монетарной политики в период пандемии COVID-19 и в посткоронавирусной перспективе. *Экономика. Налоги. Право*. 2023;16(1):129–139. DOI: 10.26794/1999–849X-2023-16-1-129–139

REFERENCES

1. Katasonov V. Yu., Bitkov V.P. Money, credit, banks and others. Moscow: Yurait Publishing House; 2024. 519 p. (In Russ.).
2. Burlachkov V.K., Golovnin M. Yu., Tikhonov A. O. Tendencies of monetary sphere development and monetary policy of the central banks of leading countries. *Vestnik Instituta ekonomiki RAN = Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*. 2017;(1):8–21. (In Russ.).
3. Chizhova M. K. Fundamentals of the interest rate formation. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Economics and entrepreneurship*. 2021;(5):1241–1244. (In Russ.).
4. Burlachkov V.K. Modern interest rate policy and the phenomenon of negative interest rates. *Digest Finance*. 2017;22(4):392–399. DOI: 10.24891/df.22.4.392
5. Chizhova M. K. Negative interest rate: Modern perception. *Finansovaya ekonomika = Financial economics*. 2021;(6):252–256. (In Russ.).
6. Kiyotaki N., Moore J. Liquidity, business cycles, and monetary policy. National Bureau of Economic Research, 2012. NBER Working Papers 17934.
7. Gorbacheva T.A. Features of monetary policy of foreign developed countries during the pandemic. *Vestnik Universiteta = Bulletin of the University*. 2020;(12):146–151. (In Russ.).

8. Khmyz O.V. Unconventional directions of monetary regulation in a turbulent global economy. *Ekonomika, Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law.* 2021;14(5):31–38. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2021-14-5-31-38
9. Chizhova M. K. Analysis of interest rate dynamics in the European Union countries. *Ekonomika, predprinimatelstvo i parvo = Economics, entrepreneurship and law.* 2023;13(9):3867–3880. (In Russ.). DOI: 10.18334/epp.13.9.119053
10. Danilchenko A.V. Investor irrationality as a factor of financial market instability. *Ekonomika, predprinimatelstvo i parvo = Economics, entrepreneurship and law.* 2023;13(9):3829–3850. (In Russ.). DOI: 10.18334/epp.13.9.119179
11. Shengelevich I.K., Lukashenko I.V. The main features of the monetary policy of the central bank of the Russian Federation, Great Britain, the USA and Australia. *Moskovskij ekonomiceskij zhurnal = Moscow Economic Journal.* 2021;(6):167–174. (In Russ.).
12. Chizhova M.K. International monetary liquidity: The impact of negative interest rates. *Finansovyj biznes = Financial business.* 2021;6(216):222–225. (In Russ.).
13. Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics.* 2016;131(4):1593–1636. DOI: 10.1093/qje/qjw024
14. Danilchenko A.V. Effectiveness of post-crisis regulation of financial markets. *Ekonomika, predprinimatelstvo i parvo = Economics, entrepreneurship and law.* 2023;13(10):4461–4482. (In Russ.). DOI: 10.18334/epp.13.10.119202
15. Khmyz O.V. Global monetary policy trends during the COVID-19 pandemic and in the post-coronavirus perspective. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law.* 2023;16(1):129–139. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-129-139

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR

Ольга Васильевна Хмыз — кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры международного бизнеса, Финансовый университет, Москва, Россия

Olga V. Hmyz — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Assoc. Prof. of Department of International Business, Financial University, Moscow, Russia

[https://orcid.org/ 0000-0003-4178-8677](https://orcid.org/0000-0003-4178-8677)

khmyz@mail.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила 11.10.2024; принята к публикации 04.12.2024.

The article was received 11.10.2024; accepted for publication 04.12.2024.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The author read and approved the final version of the manuscript.