

МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА

УДК: 336.711

JEL: JEL: E520, E580, O250

Наталья Шелудько

СВОРАЧИВАНИЕ НЕТРАДИЦИОННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ОГРАНИЧЕНИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ¹

Для преодоления мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. в развитых странах был задействован нетрадиционный инструментарий денежно-кредитной политики, состоящий из количественных смягчений с соответствующим ускоренным наращиванием обязательств центробанков; фактически поддержания множественности их целей, в том числе по обеспечению финансовой стабильности и снижению уровня безработицы; расширенного участия центробанков в финансировании бюджетных дефицитов правительств. Принятые меры способствовали преодолению рецессии в развитых странах и переходу на траекторию экономического роста. Практика нормализации денежно-кредитной политики, которую начали в США, предусматривала постепенное повышение ключевой процентной ставки и сокращение активов центробанков. Однако фактически во многих развитых странах практика нетрадиционной денежно-кредитной политики всё ещё сохраняется и является важным фактором, определяющим тенденции развития глобальной экономики. В целом результаты этой политики можно оценивать по-разному, но для Украины важным является вывод относительно релевантности в вопросах реализации денежно-кредитной политики для стимулирования развития экономики. Глобальная нестабильность, которая всё отчетливее детерминируется торговыми войнами и другими формами протекционизма, формирует вызовы (прежде всего в части сохранения / наращивания экспортного и производственного потенциала). Для экономики Украины, уязвимой к внешним шокам, указанные факторы в сочетании с внутренними очагами нестабильности формируют комплекс сложных задач, в частности относительно прекращения дальнейшей потери инвестиционного потенциала, на решение которых должен быть рационально направлен инструментарий денежно-кредитной политики.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, центральные банки, глобальная нестабильность, экономический рост.

Как ожидалось, по мере локализации основных кризисных факторов и выхода на траекторию устойчивого развития в странах глобального экономического ядра состоится постепенный отход от не-

Шелудько Наталья Михайловна (n.sheludko@ukr.net), д-р экон. наук, проф.; заведующий отделом денежно-кредитных отношений ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины".

ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>

¹ Статья подготовлена в рамках целевой комплексной программы научных исследований НАН Украины "Социально-экономическое развитие Украины в условиях глобальной нестабильности" (государственный регистрационный номер 0119U001726).

© Н. Шелудько, 2019

традиционной ДКП и её нормализация². В сентябре 2014 года в США было объявлено о нормализации ДКП за счёт повышения ключевых процентных ставок и постепенного сворачивания баланса ФРС³. Несколько позже об аналогичных мерах было объявлено руководством банка Англии⁴. Однако де-факто, за исключением Великобритании и США, в развитых странах Запада (ЕС и Японии) период нетрадиционной ДКП всё ещё продолжается.

В ситуации, когда процесс нормализации ДКП затянулся, перспективы мировой экономической динамики остаются неоднозначными⁵, актуализировались дискуссии по поводу того, не превратится ли нетрадиционный инструментарий ДКП в традиционный; более того – речь идёт о новой парадигме и даже о новой эре денежно-кредитной политики⁶. На выяснение, насколько реалистичными являются такие преобразования в нынешних обстоятельствах, и направлена эта статья.

Эволюция инструментария центральных банков после Великой рецессии (2008–2009 гг.)⁷

Как уже отмечалось, из-за необходимости преодоления последствий финансового кризиса 2008–2009 годов в конце 2008 года ФРС перешла к использованию нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики. В декабре 2008 года целевая ставка по федеральным фондам (*federal funds target rate – FFTR*) была опущена до значения 0–0,25%. Речь идёт, прежде всего, о так называемом количественном смягчении (*Quantitative Easing – QE*), в рамках которого осуществлялся выкуп различных активов, в частности, облигаций ипотечных агентств и казначейских облигаций, а также проведения операций "твист" (*Operation Twist*) – замещение в портфеле ФРС краткосрочных бумаг долгосрочными. Применение комплекса этих мероприятий обусловило расширение и изменение структуры баланса ФРС и в определённой степени повлияло на различные сферы экономической и финансовой активности как в США, так и во всем мире.

Благодаря использованию этих подходов ФРС удалось достичь своей промежуточной цели (снижения общего уровня ставок, в том

² Десятилетия назад для преодоления последствий глобального экономического кризиса центробанки развитых стран задействовали нетрадиционный инструментарий денежно-кредитной политики (*unconventional policy tools*). См. подробнее: Вишневецкий и др., 2017. С. 6–10.

³ Board of Governors of the Federal Reserve system (2018). The Fed – Policy Normalization. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization.htm>

⁴ Martin W. Bank of England hikes rates for the 2nd time since the financial crisis. [online]. Business Insider. URL: <https://www.businessinsider.com/bank-of-england-interestrates-decision-2018-8>

⁵ Darkening Prospects: Global Economy to Slow to 2.9 percent in 2019 as Trade, Investment Weaken. – <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2019/01/08/darkening-prospects-global-economy-to-slow-to-29-percent-in-2019-as-trade-investment-weaken>.

⁶ Подробнее см. в частности: Унковська, 2019. Идеологи т.зв. "сучасної монетарної теорії" активно пропагують тези про неважливість бюджетного дефіциту, спроможність (доцільність) покрити розриви між доходами і видатками бюджету за рахунок емісії (см. Подробнее: Моисеев, 2019).

⁷ См. подробнее: Вишневецкий и др., 2017.

числе по долгосрочным финансовым инструментам). Этот эффект имел место для широкого круга инструментов и не был ограничен исключительно теми, которые непосредственно участвовали в программах ФРС по выкупу ценных бумаг. И хотя самые существенные снижения доходности казначейских облигаций приходились на периоды между раундами количественного смягчения, анализ показывает, что при отсутствии таких мер уровни доходности по этим инструментам могли бы быть значительно выше⁸. Что касается сдерживающих факторов, то среди них Дж. Йеллен, бывший председатель Совета управляющих ФРС, называла прежде всего ограничения в сфере фискальной политики (Yellen, 2013).

Несмотря на беспрецедентные вливания ликвидности в экономику в ответ на финансовый кризис, ФРС удалось обеспечить достаточно стабильную динамику индекса потребительских цен в 2010–2014 гг. (в среднем – менее 2%). Инфляционные ожидания также оставались вблизи установленной регулятором цели. В то же время кредитная активность в США оставалась относительно слабой, что было связано с проблемами как со стороны спроса, так и со стороны предложения. Действия ФРС оказались недостаточно эффективными в условиях, когда большинство экономических агентов стремились снизить уровень долговой нагрузки. Относительная слабость ипотечного и потребительского кредитования (особенно кредитования под залог недвижимости) тормозила рост потребительских расходов домашних хозяйств.

В отличие от ограниченного влияния на кредитную активность, эффект принятых ФРС мер на динамику рынка акций оказался однозначно положительным. За период действия первого раунда количественного смягчения индекс S&P, корзину которого формируют акции 500 компаний США с наибольшим уровнем капитализации (S&P 500), вырос более чем на 36%, второго раунда количественного смягчения – ещё на 24%. За время действия операции "твист" рост индекса S&P 500 вырос на 22%.

Однако такой довольно быстрый рост фондового рынка имел и дальнейшее увеличение финансовых рисков в экономике США. Так, после длительного периода низких процентных ставок корпоративная задолженность выросла почти до 47% ВВП (что превышает уровень 2008–2009 гг.). Кроме того, как отмечают эксперты аналитического подразделения издания *The Economist*, ухудшилось качество долга – более половины корпоративного долга в США имеет низкий рейтинг

⁸ Это подтверждается рядом исследований, в которых были получены количественные оценки влияния принятых мер на экономический рост в США. Так, в одном из них (Hess и др., 2012) показано, что благодаря первым двум раундам количественного смягчения в середине 2012 года реальный ВВП США был на 3% выше, чем при отсутствии стимулирующих мер со стороны ФРС. Оценивая исключительно последствия второго раунда количественного смягчения (когда объёмы вливаний ликвидности были примерно в 3 раза меньше, чем предоставленные в ходе первого раунда) в другом исследовании учёные получили сопоставимые результаты: рост ВВП на 1% через 2 года после начала действия программы (Fuhrer, Olivei, 2011). Также существуют другие оценки вклада денежно-кредитной политики в ускорение экономического роста (Baumeister, Benati, 2010; Kiley, 2012).

(ВВВ). Специалисты *Moody's Analytics*⁹ в своих оценках разделяют мнение, что кризис в экономике США могут спровоцировать долги нефинансовых корпораций.

Таким образом, опыт США показывает, что адекватное и рациональное использование инструментария денежно-кредитной политики, даже в сложных кризисных условиях, может дать положительный импульс для восстановления национальной экономики и её перехода на траекторию роста.

Однако даже при самом профессиональном и успешном использовании инструментов денежно-кредитной политики они позволяют обеспечить лишь частичное восстановление экономического роста – при условии, если базовая модель функционирования экономики остаётся неизменной. По этой причине инструментарий денежно-кредитной политики не может рассматриваться как самодостаточное средство "лечения" экономики после системных кризисов. Нужны изменения также в механизмах функционирования реального сектора экономики, связанные с ускорением внедрения инноваций, новых продуктов и процессов, созданием новых высокотехнологичных рабочих мест.

Это является важным уроком (в том числе для Украины) – денежно-кредитная политика может и должна использоваться для стимулирования роста в стране, но даже в США, как оказалось, только с помощью монетарного стимулирования не удалось заменить необходимые действия, связанные с модернизацией реального сектора, развитием прогрессивного производства, которое является основным генератором инноваций в современной высокотехнологичной и высококонкурентной экономике.

Для выхода на устойчивую траекторию экономического роста в США нужны были также дополнительные стимулирующие меры за пределами денежно-кредитной политики, учитывая значительные дисбалансы, которые существовали и существуют в системе государственных финансов США. В условиях, когда требуются скоординированные стимулирующие монетарные и фискальные меры, механизм денежно-кредитной политики в США использовался не только для содействия восстановлению экономики, но и для компенсации негативных последствий вынужденной экономии на программах бюджетной поддержки национальной экономики, что влекло дополнительную нагрузку на денежно-кредитную политику и усиливало её риски.

При этом, учитывая опыт США, национальные системы обеспечения финансовой стабильности часто отстают от инноваций на финансовых рынках, что требует обновления инструментария противодействия системным рискам в мировой экономике и вызывает необходимость дальнейшего углубления сотрудничества правительств стран, международных финансовых организаций, органов регулирования и надзора с целью своевременной разработки и внедрения предупредительных мероприятий относительно возможных финансовых кризисов и быстрого преодоления их последствий.

⁹ Moody's назвало возможную причину следующего кризиса в США. URL: <https://www.rbc.ru/economics/28/08/2018/5b851fc89a79472e8a97ee51/>

Ещё одним важным уроком для Украины является наличие стабильно благоприятной институциональной среды и учёт фактора *path dependence*. В США экономические субъекты в целом привыкли доверять ФРС и тем мерам, которые ею используются для решения текущих и стратегических проблем развития (в том числе потому, что они обычно достаточно профессиональные и успешные). Со своей стороны ФРС принимает необходимые меры для того, чтобы этот институт доверия сохранялся и в дальнейшем. С этой целью, в частности, было использовано так называемое "*forward guidance*" – более детализированное и чётко выраженное информирование о перспективах денежно-кредитной политики, что имеет важное институциональное значение с позиций соблюдения "длинных" правил поведения.

Очевидно, что именно недостаток такого взаимного доверия в Украине и отсутствие "длинных" правил поведения экономических субъектов, не всегда профессиональные действия в области денежно-кредитной политики и связанная с этим неблагоприятная институциональная среда¹⁰ являются одними из главных вызовов, стоящих перед НБУ (Гаркавенко, Шаповал, 2017; Ануфрієва, Шаповал, 2018).

В ЕС для преодоления последствий кризиса как со стороны ЕЦБ, так и со стороны национальных правительств был принят комплекс мер по стимулированию деловой активности (постепенное снижение процентных ставок по основным операциям рефинансирования, количественное смягчение путём выкупа ЕЦБ активов у коммерческих банков и других частных компаний), оздоровление банковских балансов и так называемой "бюджетной консолидации". В комплексе это позволило (хотя и не сразу) стабилизировать ситуацию и выйти на траекторию экономического роста.

Меры, принятые для преодоления долгового кризиса и обеспечения финансовой стабилизации (как со стороны ЕЦБ относительно поддержки спроса и уменьшения финансовой фрагментации, так и со стороны национальных правительств относительно улучшения суверенных и банковских балансов), со временем обеспечили постепенное восстановление экономик страны еврозоны. Однако следует признать, что восстановление является неустойчивым, и темпы роста являются несколько ниже по сравнению с геополитическими конкурентами (Китаем и США). Такое положение дел обусловлено несколькими обстоятельствами.

¹⁰ В частности, так называемое "очищение" – беспрецедентное сокращение количества банков, которое началось в конце 2013 года. Это мероприятие стало первым этапом реализации Комплексной программы развития финансового сектора Украины до 2020 года, которым предусматривалась "очистка" финансового сектора – кардинальное решение проблемы "балластов" прошлого, вывод с рынка недобросовестных игроков, раскрытие владельцев участников финансового сектора. Однако на практике массовая ликвидация банков оказалась мало похожей на "реформатирование" банковского сектора, поскольку в условиях экономической нестабильности процесс агрессивного вывода банков с рынка негативно повлиял на другие сектора экономики. В частности, непосредственными последствиями вывода такого количества банков с рынка стало сжатие кредитного потенциала банковского сектора, отток депозитов, ухудшение финансового состояния предприятий, резкий рост финансовой нагрузки на ФГВФЛ и госбюджет (подробнее см.: Гаркавенко, Шаповал, 2017).

Во-первых, европейские страны, входящие в валютный союз (EMU)¹¹, лишены возможности использования плавающих валютных курсов национальных валют для корректировки макроэкономических дисбалансов.

Объединение многих стран в единую валютную зону имеет не только положительные последствия, связанные с конвергенцией национальных экономик, снижением транзакционных издержек и единством денежно-кредитной политики, но и отрицательные, обусловленные различными уровнями развития политических, экономических, банковских и фискальных систем стран-членов, их институциональными особенностями и, как следствие, финансовой фрагментацией EMU.

Особенно наглядно это проявилось во время европейского кризиса суверенных долгов – явления, инспирированного финансовым кризисом в США¹².

Во-вторых, реализация денежно-кредитной политики по принципу "один размер подходит всем" без надлежащей привязки к другим направлениям экономической политики, прежде всего бюджетно-налоговой, в странах с большим разнообразием и уровнем развития политических, социально-экономических и институциональных структур прямо связана со снижением эффективности и результативности.

В-третьих, принципиальное значение имеет незавершённость институциональной структуры и фрагментарность механизмов управления в EMU¹³, а в последнее время – центробежные тенденции (речь идёт о Brexit).

Сегодня ситуация в еврозоне характеризуется постепенным улучшением рациональных ожиданий экономических субъектов. Однако экономическое восстановление является недостаточным и неравномерным (оценки ВВП на 2018 год были снижены с 2% до 1,8%, на 2019 – с 1,8% до 1,7%). Инфляция находится на низком

¹¹ В настоящее время большинство стран ЕС (19 из 28) входят в еврозону, что позволяет им использовать единый монетарный механизм регулирования экономического развития путём определения объёмов денежной эмиссии и уровня ключевой процентной ставки. Право на использование этого механизма принадлежит ЕЦБ, первой задачей которого является сохранение ценовой стабильности.

¹² Кроме того, банки из сильнейших европейских экономик также несут свою долю ответственности за распространение этой "болезни" из США в Европу, поскольку они также делали массовые инвестиции в структурированные финансовые продукты.

¹³ В частности, хотя вопросы общеевропейского банковского надзора и бюджетных правил активно обсуждались ещё во время подготовки EMU, они так и остались в компетенции национальных правительств, что со временем стало источником многих проблем, в частности нынешних споров между Францией и Германией по поводу соблюдения требований Маастрихтских соглашений относительно предельного дефицита бюджета, между центром и периферией ЕС относительно целей и методов экономической политики и т. п. Всё это обусловило необходимость дальнейшего продвижения европейских интеграционных процессов, теперь уже в направлении реализации концепции четырёх союзов ("4-Unions") – бюджетного, банковского, экономического и политического (Mongelli, 2013).

уровне, финансовые рынки по-прежнему остаются фрагментированными.

Действия ЕЦБ¹⁴ должны способствовать решению проблем финансовой фрагментации и низкой инфляции. В условиях, когда ФРС завершила программы количественного смягчения в октябре 2014 года, в 2017 году трижды поднимала процентную ставку, а в 2018 году – четыре раза (по итогам январского заседания 2019 года, ключевая ставка оставлена на уровне 2,25–2,5%), ЕЦБ нацелен на сохранение нулевой процентной ставки¹⁵ и не будет реинвестировать денежные средства от погашения выкупленных облигаций.

Важное значение для решения нынешних проблем еврозоны имеет также дальнейшее продвижение структурных реформ. В частности, следует привлекать альтернативные источники финансирования, особенно для МСП, которые сталкиваются с проблемами в части доступа к банковскому кредитованию. Необходимы меры по стимулированию спроса и устранения специфических для отдельных стран структурных недостатков, особенно в сфере молодёжной безработицы.

В целом же ход событий в экономике еврозоны в течение последних лет убедительно доказывает, что хотя денежно-кредитная политика является важным рычагом решения проблем, в том числе с суверенными долгами, но она не способна надёжно решить проблемы экономического восстановления. Весомое значение для этого имеют фундаментальные факторы и прежде всего создание институциональной среды, в которой европейские предприятия смогут успешно конкурировать с субъектами хозяйствования из неевропейских стран. Для этого внутренний спрос должен быть поддержан мерами денежно-кредитной политики, улучшением финансовых условий, финансовой консолидацией и структурными реформами, более низкими ценами на энергию. А это зависит от факторов, которые за рамками непосредственно денежно-кредитной политики – цен на энергоносители, инвестиций в образование, НИОКР, развития инфраструктуры, интенсивности неоиндустриализации т. п. Учитывая это, ЕС пока продолжает постепенно отставать от своих главных конкурентов.

Перспективы сворачивания нетрадиционной денежно-кредитной политики в условиях роста протекционизма и торговых войн

Шаги ФРС по нормализации денежно-кредитной политики в 2014 году предшествовали нынешнему витку торговых ограничений и протекционистских противостояний (прежде всего двух крупнейших экономик мира), который набрал стремительные обороты с начала

¹⁴ ЕЦБ в декабре 2018 г. подтвердил намерения сокращения количественного смягчения, за время действия которого регулятор скупил облигаций (суверенных и корпоративных) на 2,6 трлн евро. Кроме того, Еврокомиссия разработала пакет мероприятий, направленных на увеличение использования евро в таких стратегических сферах, как энергетика, сырьевые товары, самолетостроение (сейчас более 80% импортируемых ЕС энергоресурсов обслуживается в долларах).

¹⁵ Еврозоне (особенно периферийным странам, для которых расширение экспортного потенциала остаётся весомым фактором экономической стабилизации) выгоден дешёвый евро – слабая валюта способствует увеличению положительного сальдо счёта текущих операций.

президентства Трампа – причём не просто как ответ на противоречивые тенденции деглобализации, а, как мы и ожидали¹⁶, в рамках очередной фазы борьбы за доминирование в новой индустриальной структуре мира¹⁷, а также рационализации производственных цепей.

Совершенно очевидно, что, применяя такие подходы при формировании / корректировке перечня подсанкционных товаров, США "давят" прежде всего на высокотехнологичную индустрию Китая, учитывая при этом интересы национальных компаний¹⁸.

Если до недавнего времени Китай, в том числе благодаря политике по удержанию стабильно низкого курса CNY, был мировым центром офшоринга и мастерской по изготовлению многих видов продукции, в настоящее время его приоритеты смещаются (и небезосновательно) в сторону глобального доминирования.

Стремительный рост китайской экономики на протяжении последних десятилетий поддерживался в значительной мере за счёт высокой инвестиционной компоненты (в процентном отношении к ВВП – около 50%) при директивном планировании кредитных вложений. При этом обменный курс CNY искусственно занижался, что стимулировало экспорт товаров и услуг "глобальной фабрики мира".

Строительство инфраструктуры, в том числе новых городов для мигрантов из сельской местности, занятых в производственном секторе, в комплексе с директивным распределением кредитных ресур-

¹⁶ См., в частности, подробнее: *Вишневский и др.*, 2017. С. 8, 11, 190;

Гиршфельд А., Салихова Е. Вагонные споры.

URL: https://lb.ua/economics/2019/07/02/431000_vagannie_spori.html.

¹⁷ Нынешнее противостояние КНР с США, которое многие эксперты считают торговой войной, на самом деле имеет более глубокие основания, если сравнить политическую формулу протекционизма, сформулированную Трампом в инаугурационной речи 20.01.2017 г., и фактически задействованный инструментарий и его секторальную направленность. Администрация Трампа чётко осознала опасность потери технологического лидерства США в ближайшие десятилетия, поэтому пытается разорвать (или хотя бы блокировать) те производственные цепи, где зависимость американских компаний от китайских производителей является значительной.

Подготовка к введению санкций против Китая началась после того, как Управление торгового представителя США в марте 2018 г. подготовило отчёт о политике Китая в области трансфера технологий. После длительных слушаний и консультаций тарифы для 818 позиций китайского импорта вступили в действие.

Впоследствии перечень позиций был дополнен, причём ряд таких американских гигантов, как *Apple*, *Dell* и *Hewlett Packard*, выступили с критикой расширенного перечня, поскольку это привело бы к росту цен на продукцию уже упомянутых компаний, поскольку компонентная база для них изготавливается в Китае. В итоге было принято консенсусное решение – исключить из списка около 300 позиций (в частности, товары бытовой электроники ("умные" часы и устройства *Bluetooth*); определённые химические вещества для производства промышленной продукции, текстиля и сельского хозяйства, отдельные товары для здоровья и безопасности).

¹⁸ Подобная практика со стороны США не является новацией – как аргумент, эксперты приводят аналогии в поведении США в Японии в 1980-х. Тогда также звучали подобные обвинения (в необъективном курсообразовании, агрессивном протекционизме Японии, промышленном шпионаже и т.п.). В 1987 г. США сначала ввели жёсткие меры в отношении японских производителей чипов, а впоследствии – и к производителям других промышленных товаров. Как считается, такие меры США в отношении японских производителей не в последнюю очередь "посодействовали" "потерянным десятилетиям" Японии.

сов и заниженной процентной ставкой повлекло значительные дисбалансы: прежде всего в части уровней задолженности нефинансовых корпораций и населения, "бума" кредитования, результатом которого стал стремительный рост цен на недвижимость.

В долгосрочной перспективе отход Китая от модели экономического развития, основанной на экспорте и инвестициях (экспортно-ориентированная модель экономики), должен привести к более низким, но устойчивым темпам роста (в 2019 году темпы роста ожидаются около 6,2%¹⁹). В настоящее время власти КНР осознают, что любая масштабная программа стимулирования экономического роста будет менее эффективной в условиях недостаточно рационального использования капиталов, которое становится всё более заметным. Кроме того, возвращение к экстенсивной модели стимулирования экономического роста может снизить возможности дальнейшего проведения реформ и поставить под сомнение их эффективность. Поэтому акцент делается на развитии отдельных секторов, которые считаются приоритетными и действительно нуждаются в инвестициях.

Темпы замедления экономики Китая не являются критическими, о чём неоднократно заявляло руководство КНР, в т.ч. учитывая концентрацию прежде всего на стабильности и качестве роста. Китай отводит решающую роль реформам, по итогам которых внутреннее потребление и услуги будут ключевыми факторами роста.

Благодаря последовательной и масштабной промышленной политике за последнее десятилетие в Китае удалось качественно изменить промышленную базу, "вырастить" мощные национальные высокотехнологичные бренды²⁰ (Meizu, ZTE, Huawei и др.).

Именно поэтому в торговой войне с США Китай реализует активную защитную стратегию, направленную прежде всего на смягчение негативных последствий противостояния для национальных производителей и активно запускает механизмы их стимулирования/поддержки.

Так, правительство КНР поставило цель снизить зависимость от импорта основных компонентов и материалов. В частности, лишь 18% необходимых экономике Китая чипов производится внутри страны, причём только половина из них – локальными производителями. Власти КНР планируют довести долю локально произведённых чипов до 40% в 2020 году и до 70% в 2025 году, а также повысить конкурентоспособность промышленности за счёт реализации инновационных проектов в рамках Программы "Сделано в Китае-2025". Для этого было выделено 10 приоритетных направлений, в частности: сельхозмашиностроение, транспортное и силовое оборудование, транспортные средства на новых видах энергии.

Для запуска новых инфраструктурных проектов с начала 2019 года местные власти в Китае выпустили облигаций более чем на

¹⁹ Global Economic Prospects: Darkening Skies: A World Bank Group Report. January 2019. URL: <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>.

²⁰ В 2018 году Huawei занял доминирующие позиции на мировом рынке производителей оборудования для инфраструктуры мобильной связи (31%), рыночная ниша ZTE – 11%.

176 млрд долл. США. В дополнение к этому для стимулирования предпринимательской активности на правительственном уровне было принято решение о снижении налоговой нагрузки: с 1 апреля 2019 года НДС для промышленности снизили с 16% до 13%, были уменьшены тарифы на железнодорожные перевозки, упрощены критерии получения определённых налоговых льгот. В планах правительства – снижение средних тарифов на электрическую энергию и портовых сборов.

Одновременно с этими мерами были изменены критерии банковского кредитования предпринимателей: Народный банк Китая скорректировал планку кредитной линии для субъектов малого бизнеса с 5 до 10 млн юаней (1,5 млн долл. США).

В целом действия китайских властей дают определённые возможности для манёвра китайским производителям, поскольку 93% китайских компаний, согласно опросу *Baker McKenzie*, намерены скорректировать цепочки поставок во избежание тарифных ограничений. Кроме того, учитывая ёмкость местного рынка Китая и жёсткую модель управления государством, есть основания полагать, что технологическое противостояние с США в ближайшей перспективе не завершится, а в более длительной – существенно повлияет на структуру мировой экономики.

Выводы

До недавнего времени считалось, что основные кризисные факторы и очаги нестабильности в глобальной экономике уже достаточно локализованы, и приобретённый иммунитет является достаточным для ухода от нетрадиционной денежно-кредитной политики и её нормализации в развитых странах Запада. Однако де-факто общественно-политические и социально-экономические изменения, которые произошли в течение посткризисного этапа (и особенно за последние два года) объективно обуславливают необходимость продолжения цикла нетрадиционной ДКП, что в свою очередь будет оставаться важным фактором влияния на социально-экономическую динамику.

Оценивая в целом перспективы сворачивания нетрадиционной денежно-кредитной политики странами так называемого мирового ядра, следует признать, что достижение целей по уровню безработицы, противодействия дефляции, динамики ВВП не являются фундаментальными факторами, под воздействием которых принимаются решения о завершении использования *unconventional policy tools*. Гораздо важнее проекция нетрадиционного инструментария как ключевого компонента конкурентоспособной и инновационной экономики; принятие мер, формально не связанных с промышленной политикой (с целью недопущения банкротств и широкомасштабного безработицы), однако, по сути, ориентированных в большинстве на сохранение и усиление позиций технологического лидера (США).

Догматика денежно-кредитной политики в Украине на протяжении последних лет обоснованно считается ограничивающим фактором социально-экономического развития (*Юрчишин, 2018, 2019*). Нынешний формат денежно-кредитной политики, реализуемой в Украине,

в значительной мере содержит догматику "лучших" мировых практик, имеет чётко выраженный ограничительный характер (сокращается предложение денег, продолжается ограничение доступа экономических агентов к кредитным ресурсам вследствие высокой их стоимости), что является весомым препятствием для восстановления экспортного и производственного потенциала реального сектора. Попытки НБУ ограничить инфляцию путём дальнейшего замедления прироста денежного предложения в лучшем случае приведёт к консервации нынешнего уровня слабой динамики роста экономики страны.

В экономике Украины в нынешних условиях не существует эмпирического подтверждения того, что монетарная экспансия провоцирует ускорение инфляции. Напротив, ограничения темпов наращивания предложения денег влекут за собой недовольство спроса экономических агентов на финансовые ресурсы, непосредственным следствием чего является их подорожание, рост процентных ставок, а вместе с тем и инфляции.

Кроме этого, распространение практики высокой доходности ОВГЗ и ценных бумаг НБУ формирует для банков стимулы переориентации ресурсов, не дает оснований ожидать возобновления кредитования реального сектора.

В связи с этим едва ли не единственной альтернативой является реанимация концепта монетарной экспансии и соответствующая коррекция инструментария денежно-кредитной политики с тем, чтобы в первую очередь ослабить негативное влияние "эффекта вытеснения" (Зимовец, Шелудько, 2017) и обеспечить стимулирование инвестиционной активности в производственном секторе.

Литература

1. Ануфриєва К.В., Шаповал Ю.І. (2018). Вербальні інтервенції органів монетарної влади в умовах "нової нормальності": орієнтири для НБУ. *Український соціум*. № 4. С. 127–142. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2018.04.127>
2. Вишне夫斯基 В.П., Вишневская Е.Н., Матюшин А.В., Шелудько Н.М. (2017). *Монетарная власть в современном мире. Кто бросит вызов доллару?* Киев: Академперіодика, 200 с.
3. Гаркавенко В.І., Шаповал Ю.І. (2017). "Очищення" банківського сектору в Україні: ціна для суспільства та держави. *Український соціум*. № 1. С. 108–123. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2017.01.108>
4. Зимовець В.В., Шелудько Н.М. (2017). Боргове навантаження та інвестиційна дисфункція в реальному секторі економіки України. *Економіка промисловості*. № 3. С. 82–95. doi: <https://doi.org/10.15407/econindustry2017.03.082>
5. Моисеев С.Р. (2019). Хайп вокруг (не)денежной (не) теории. *Вопросы экономики*. №9. С. 112–122. doi: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-9-112-122>
6. Унковська Т. (2019). Нова ера монетарної політики: глобальні виклики та зміна парадигми. *Посилення значимості монетарної політики в країнах Центральної та Східної Європи у посткризовий період і рекомендації для України*. Київ: Центр Разумкова. С. 115–125.
7. Юрчишин В. (2018). Сценарій-прогноз розвитку економіки України: обмежений песимізм. Київ: Заповіт, 58 с. URL: http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018_mid_Forecast.pdf
8. Юрчишин В. (2019). Україна в ситуації зміни еліт: соціально-економічний вимір. Київ: Центр Разумкова. URL: http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_soc-econ_vymir_ukr.pdf
9. Baumeister C., Benati L. (2010). Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at

the Zero Lower Bound. European Central Bank. *Working Paper SERIES*. No. 1258. October. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>

10. Fuhrer J.C., Olivei J.P. (2011). The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program. Federal Reserve Bank of Boston. *Research Department Public Policy Briefs*. No. 11-2. URL: <http://www.bos.frb.org/economic/ppb/2011/ppb112.htm>

11. Hess C., Laforce J., Reifschneider D., Williams J.C. (2012). Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 44. P. 47-82. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2011.00478.x>

12. Hummel J. Ben Bernanke versus Milton Friedman. (2011). The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner. *The Independent Review*. Vol. 15. No. 4. PP. 485-518.

13. Kiley M. (2012). The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates. Finance and Economics Discussion Series. doi: <https://doi.org/10.17016/feds.2012.54>

14. Mongelli F.P. (2013). The mutating euro area crisis is the balance between "sceptics" and "advocates" shifting? *European Central Bank, Occasional Paper Series*. № 144. February. 42 p.

15. Yellen J.L. (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response. A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. Washington, D.C, 18 p.

Поступление в редакцию 28.11.2019 г.

CURTAILING UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY: LIMITATIONS AND PROSPECTS

Natalia Sheludko

Author affiliation : Doctor of Economics, Head, Department of Monetary Relations, Institute for Economics and Forecasting National Academy of Sciences of Ukraine.

ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>.

Email: n.sheludko@ukr.net

The paper considers the monetary policy of leading world central banks that were used to overcome the global financial and economic crisis in 2008–2009. Advanced developed countries managed to overcome this crisis, primarily through monetary mechanisms. For this purpose, a non-traditional monetary policy was invented and applied for the first time. It included the following: quantitative easing with a corresponding rapid growth of central bank liabilities; de facto maintaining a plurality of their objectives, including ensuring financial stability and reducing unemployment; and expanded participation of central banks in financing governments' budget deficits. The measures taken helped to overcome the recession in developed countries and promoted the transition to a trajectory of economic growth. The current practice of monetary policy normalization, initiated in the United States, involves a gradual increase in the key interest rate and a curtailment of central bank balances. However, in many developed countries, the practice of non-traditional monetary policy is still persistent and is an important factor for determining the trends of the global economy. In general, the results of this policy can be evaluated differently, but it is important for Ukraine to conclude on the relevance of monetary policy to stimulate economic development. Global volatility, increasingly determined by trade wars and other forms of protectionism in global economies, poses challenges (primarily in terms of maintaining/enhancing export and production capacity). For the economy of Ukraine, which is vulnerable to external shocks, these factors, combined with internal centres of instability, form a bunch of complicated tasks, in particular in terms of the cessation of fur-

ther loss of investment potential, which should be addressed rationally by the monetary policy instruments.

Keywords: monetary policy, global instability, central banks, economic growth.

JEL: E520, E580, O250.

References

1. Anufrieva, K.V., Shapoval, Yu.I. (2018). Verbal interventions of the central monetary authorities in the conditions of new normality: the benchmarks for the NBU. *Ukrainskyi sotsium – Ukrainian society*, 4, 127-142. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2018.04.127> [in Ukrainian].
2. Baumeister C., Benati L. (2010). Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound. European Central Bank. *Working Paper SERIES*, 1258. October. Retrieved from <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>
3. Hummel, J. (2011). Ben Bernanke versus Milton Friedman. The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner. *The Independent Review*, 15, 4, 485-518.
4. Harkavenko, V.I., Shapoval, Yu.I. (2017). Mopping up banking sector in Ukraine: the value for society and state. *Ukrainskyi sotsium – Ukrainian society*, 1, 108-123. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2017.01.108> [in Ukrainian].
5. Hess C., Laforte J., Reifschneider D., Williams J.C. (2012). Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? *Journal of Money, Credit and Banking*, 44, 47-82. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2011.00478.x>
6. Kiley M. (2012). The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates. Finance and Economics Discussion Series. doi: <https://doi.org/10.17016/feds.2012.54>
7. Fuhrer J.C., Olivei J.P. (2011). The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program. Federal Reserve Bank of Boston. *Research Department Public Policy Briefs. No. 11-2*. doi: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-9-112-122>
8. Moiseev, S. (2019). Hype around (non)monetary (non)theory. *Voprosy Ekonomiki – Economic issues*, 9, 112-122 [in Russian].
9. Mongelli F.P. (February, 2013). The mutating euro area crisis is the balance between "sceptics" and "advocates" shifting? *European Central Bank, Occasional Paper Series*, 144, 42.
10. Unkovska, T. A new era of monetary policy: global challenges and a paradigm shift. *Increasing the importance of monetary policy in the countries of Central and Eastern Europe in the post-crisis period and recommendations for Ukraine*. Kyiv, Tsentrazumkova.
11. Vishnevskii, V.P., Vishnevskaya, E.N., Matyushin, A.V., Sheludko, N.M. (2017). *Monetary power in the modern world. Who will challenge the dollar?* Kiev: Akadempriodika [in Russian].
12. Yurchushun, V. (2018). Forecasting scenario of economic development of Ukraine: limited pessimism. Kyiv: Zapovit. Retrieved from http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018_mid_Forecast.pdf [in Ukrainian].
13. Yurchushun, V. (2019). Ukraine in a situation of changing elites: a socio-economic dimension. Kyiv: Tsentrazumkova. Retrieved from http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_soc-econ_vymir_ukr.pdf [in Ukrainian].
14. Zymovets, V.V., Sheludko, N.M. (2017). Debt burden and investment disfunction in real sector of Ukraine. *Ekonomika promyslovosti – Economy of Industry*, 3, 82-95. doi: <https://doi.org/10.15407/econindustry2017.03.082> [in Ukrainian].
15. Yellen, J.L. (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response. A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. Washington, D.C.