

**МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА
WORLD ECONOMY**

УДК 338.22.01
JEL: E600, E620, E520

DOI: 10.18413/2409-1634-2021-7-3-0-2

¹Сандоян Э.М.,
¹Егиазарян А. Б.,
¹Восканян М.А.,
¹Галстян А. Г.,
²Григорян Г. А.

**КОНТРИКЛИЧНАЯ ФИСКАЛЬНАЯ И МОНЕТАРНАЯ
ПОЛИТИКА ГОСУДАРСТВА В ОБЛАСТИ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ**

¹Российско-Армянский Университет
0051, Армения, Ереван, О. Эмина 123.

²«Grigoryan and Partners LLC»
0001, Армения, Ереван, ул. Чаренца 17

e-mail: edward.sandoyan@rau.am, armenyeghiazaryan2@gmail.com,
mariam.voskanyan@rau.am, voskanyanm@gmail.com, ani.galstyan@rau.am,
gagik.a.grigoryan@gmail.com

Аннотация

Проблема контрциклического фискального и монетарного регулирования в последние два десятилетия стала очень актуальной, как в развитых, так и в развивающихся странах. Данная статья посвящена анализу и оценке контрциклической политики с точки зрения фундаментальной базы, а также ее практического применения. Предметом исследования является контрциклическая фискальная и монетарная политика с точки зрения ее результативности в условиях экономического кризиса. Методологической базой исследования стал обзор теоретических и практических моделей контрциклической фискальной и монетарной политики, известных в научной литературе, а также ее практическое применение в развитых и развивающихся странах. Ключевой целью исследования стала попытка выявить и дать оценку контрциклической фискальной и монетарной политики с точки зрения теории и практики применения. Результатом исследования стал вывод о том, что в условиях кризиса контрциклическая фискальная и монетарная политика приводит к неоднозначным результатам, однако в целом наиболее оптимальная для нивелирования последствий кризиса.

Ключевые слова: контрциклическая политика государства, макроэкономическое регулирование, монетарная политика, фискальная политика, антикризисная политика.

Информация для цитирования: Сандоян Э. М., Егиазарян А. Б., Восканян М.А., Галстян А. Г., Григорян Г. А. Контрциклическая фискальная и монетарная политика государства в области макроэкономического регулирования // Научный результат. Экономические исследования. 2021. Т. 7. № 3. С. 13-40. DOI: 10.18413/2409-1634-2021-7-3-0-2

¹Edward M. Sandoyan,
¹Armen B. Egiazaryan,
¹Mariam H. Voskanyan,
¹Ani H. Galstyan,
²Gagik A. Grigoryan

**STATE'S COUNTERCYCLIC FISCAL AND
MONETARY POLICY IN THE FIELD
OF MACROECONOMIC REGULATION**

¹ Russian-Armenian University
123 Hovsep Emin St., Yerevan, 0051 Armenia
²«Grigoryan and Partners LLC»
17 Charents St., Yerevan, 0001, Armenia

e-mail: edward.sandoyan@rau.am, armenyeghiazaryan2@gmail.com, mari-
am.voskanyan@rau.am, voskanyanm@gmail.com, ani.galstyan@rau.am,
gagik.a.grigoryan@gmail.com

Abstract

The problem of countercyclical fiscal and monetary regulation has become very urgent in the last two decades. This article is devoted to the analysis and assessment of countercyclical fiscal and monetary policy from the point of view of the fundamental basis, as well as its practical application. The subject of this research is countercyclical fiscal and monetary policy from the point of view of its effectiveness in the context of the economic crisis. The methodological basis of the study is an overview of theoretical and practical models of countercyclical fiscal and monetary policy known in the scientific literature. The key objective of the study was to attempt to identify and evaluate countercyclical fiscal and monetary policies from the point of view of theory and practice. The result of the study was the conclusion that in a crisis, countercyclical fiscal and monetary policy leads to ambiguous results, but on the whole, it is the most optimal for leveling the consequences of the crisis.

Key words: countercyclical government policy; economic crisis; macroeconomic regulation; monetary policy; fiscal policy; anti-crisis policy

Information for citation: Sandoyan E.M., Egiazaryan A.B., Voskanyan M.H., Galstyan A.H., Grigoryan G.A. –State's countercyclical fiscal and monetary policy in the field of macroeconomic regulation, *Research Result. Economic Research*, 7(3), 13-40, DOI: 10.18413/2409-1634-2021-7-3-0-2

Введение

Современное представление контрциклической политики исходит из опыта макроэкономического регулирования во времена «Великой депрессии». В основе контрциклической политики лежит тезис о необходимости сглаживания экономических циклов, иными словами, в условиях роста необходимо проводить сдерживающую макроэкономическую политику, а в условиях кризиса стимулиру-

ющую. Следует отметить, что в отличие от проциклической политики, большинство исследований в области контрциклического регулирования во главу угла ставят монетарное регулирование. В особенности этот акцент прослеживается в условиях кризиса, когда необходимы краткосрочные и гибкие инструменты, и монетарная политика в этом смысле более эффективна с точки зрения контрциклического регулирования экономики.

Основная часть

Литературный обзор: теоретические предпосылки контрциклического регулирования в рамках макроэкономической политики. Согласно Яхину (2008) [Yakhin, Y., 2008], теоретической основой контрциклического подхода в макроэкономическом регулировании является новая кейнсианская модель малой открытой экономики, которая предполагает, что в случае высокой степени интегрированности страны в мировую экономику оптимальным подходом государственного является контрциклическая политика, а в случае, когда экономика, более носит закрытый характер оптимальным будет проциклический подход. Другой теоретической основой (Били, 2011г.) [Bili, M. R., 2011.] контрциклической политики является правило Тейлора и правило роста. В этом случае, ключевым инструментом макроэкономической политики является монетарное регулирование, основанное на поддержании целевого уровня инфляции и что намного важнее, стабилизации инфляционного фона, что в долгосрочной перспективе обеспечивает корректировку отклонений темпов роста от потенциальных значений.

С другой стороны, опыт контркризисного регулирования в период мирового финансового кризиса 2007-2008 гг. показал, что инструменты монетарного регулирования оказались недостаточно эффективными и большая часть стран прибегала именно к фискальным инструментам в период спада экономики. Более того, по итогам 2020 года также можно утверждать, что наибольшее распространение среди механизмов контрциклического регулирования имели элементы налогово-бюджетной политики.

К ключевым инструментам контрциклической политики относят фискальное регулирование, монетарное и валютное регулирование, политику по управлению государственным долгом, а также финансовое регулирование, в особенности банковский надзор. Все виды инструментов могут применяться как в условиях роста (применяется политика по сдерживанию роста), так и в условиях спада экономики (применяется политика по стимулированию роста). В таблице 1 обобщенно классифицированы основные механизмы контрциклической политики.

Таблица 1

Основные механизмы контрциклической политики

Table

The main mechanisms of countercyclical policy

Инструменты	Механизм	Результат
<i>В условиях роста экономики</i>		
Сдерживающая фискальная политика	Сокращение расходов государственного бюджета, увеличение налоговой нагрузки. Покрытие или минимизация государственных заимствований.	Сглаживание экономических циклов. Сокращение уровня государственного долга
Сдерживающая монетарная политика	Увеличение ставки рефинансирования и нормы резервирования. Плавающий обменный курс.	Сдерживания роста денежного предложения Стабильный уровень цен
Политика по регулированию финансовых рынков	Ослабление регулятивных и надзорных механизмов	Увеличение рисков в финансовой системе
<i>В условиях спада экономики</i>		
Стимулирующая	Расширение расходов государ-	Расширение денежного предло-

Инструменты	Механизм	Результат
фискальная политика	ственного бюджета, снижение налоговой нагрузки на экономику. Наращивание заимствований государства	жения, стимулирование экономической деятельности, увеличение доли государственного сектора в ВВП. Увеличение уровня государственного долга
Стимулирующая монетарная политика	Снижение ставки рефинансирования и нормы резервирования. Плавающий обменный курс.	Расширение денежного предложения.
Политика по регулированию финансовых рынков	Ужесточение регулятивных и надзорных механизмов. Покрытие потерь в финансовой системе за счет государственных вливаний	Минимизация волатильности финансовой системы

Источник: составлены авторами.

Рассмотрим более детально представленные в таблице виды политик.

Фискальная политика. Ключевой спор вокруг возможности применения фискальной политики в зависимости от цикличности экономики заключается в степени гибкости налогово-бюджетных инструментов и временного лага воздействия. Группа авторов (Бакстер и Кинг (1993) [Baxter M. and R. King, 1993]; Кристиано и др. (1992) [Christiano, L., Aiyagari, S. R. and M. Eichenbaum, 1992]; Фаташ и Михов (2001) [Fatas A. and L. Mihov, 2001] и др.) в своих исследованиях приходит к выводу, что в условиях спада увеличение государственных расходов может практически полностью компенсировать сокращение потребительского спроса. Бланшар (2002) [Blanchard, O.; Perotti, R., 2002], напротив, доказывает, что увеличение государственных расходов усиливает шоки в экономике. Блиндер (1987) [Blinder A. S., 1987] объясняет такую нелинейность воздействия налогово-бюджетных механизмов на экономические циклы тем, что эффект вытеснения государственным расходами доли частного потребления обычно применим в условиях положительного разрыва выпуска, тогда как в условиях, когда объемы ВВП ниже потенциального, бюджеты, как правило, страдают дефицитом средств.

Фаташ и Михов (2001) [Fatas A.; Mihov I., 2001] используя порядок Холецкого для выявления фискальных шоков обнаружили, что увеличение государственных расходов обычно чрезмерно, однако более чем компенсирует падение частного потребления. Бланшар и Перотти (2002) [Blanchard O.; Perotti R., 2002] используя информацию об эластичности фискальных переменных для определения реакции автоматических стабилизаторов фискальной политики доказывают в своем исследовании, что экспансионистские фискальные шоки увеличивают объем производства, оказывают положительное влияние на частное потребление и отрицательное влияние на частные инвестиции. Перотти (2004) [Perotti R., 2004] исследуя влияние налогово-бюджетной политики в Австралии, Канаде, Германии и Великобритании на экономический рост, также доказал достаточно высокое положительное влияние на частное потребление, но в то же время нейтральность к бюджетным мерам со стороны частных инвестиций.

Большое количество эмпирической макроэкономической литературы (например, Ромер и Ромер (2010) [Romer C. D. and D. Romer, 2010]), посвящено вопросу о том, могут ли фискальные шоки, в частности, увеличение государственных расходов за счет долга или сокращение налогов за счет долга, иметь положительное влияние

на объем производства в краткосрочной перспективе. Однако, все эти исследования носят достаточно общий характер и рассматривают воздействие налогово-бюджетных мер на экономический цикл в целом, что обуславливает сложность определения эффективности конкретных инструментов в том или ином случае с точки зрения экономического роста.

Де Кастро и Эрнандес де Кос (2006) [De Castro Fernandez F.; Hernandez De Cos, P., 2006] рассматривая данные по Испании показали, что, хотя существует положительная взаимосвязь между государственными расходами и объемом производства в краткосрочной перспективе, в среднесрочной и долгосрочной перспективе шоки роста расходов приводят только к более высокой инфляции и значительно сокращают производительность. Хапке-Фалк [Heppke-Falk, K.H.; Tenhofen, J.; Wolff, G. V., 2006] рассматривая опыт Германии пришел к выводу, что положительный шок государственных расходов увеличивает производство и частное потребление лишь на незначительную величину. С другой стороны, Джордано и др. (2007) рассматривая уже опыт Италии доказали, что рост государственных расходов оказывают постоянное положительное влияние на объем производства и частное потребление.

Таким образом, однозначного ответа на вопрос каким является эффект от фискальных мер в случае контрциклической политики в литературе нет. Однако, мы объясняем это тем фактом, что каждый из выше перечисленных авторов рассматривал опыт данной конкретной экономики, в данный конкретный момент. В этом смысле, становится очевидным, что универсальных рецептов по применению фискальных инструментов в условиях контрциклической политики нет, и необходим индивидуальный подход в каждом конкретном случае.

Монетарная политика. Реализация денежно-кредитной политики в условиях открытой политики с точки зрения контрциклической политики довольно слож-

ная задача. Многие экономисты задаются вопросом, должна ли монетарная политика быть контрциклической? В целом, ответ заключается, по сути, в том, какова цена вопроса? Каковы экономические выгоды от политики по стабилизации совокупного спроса в условиях внешних шоков?

Среди первых авторов, обратившихся к этому вопросу можно отметить Фишера (1977) [Fischer, Stanley, 1977], а затем Фелпса и Тейлора (1977) [Phelps, Edmund S., and Taylor, John B., 1977] и Ротенберга (1987) [Rotemberg, Julio J., 1987], которые опираясь на свои исследования, пришли к выводу, что задачей денежно-кредитной политики является стабилизация совокупного выпуска посредством изменений денежной массы, с целью противодействия эффектам от внешних и внутренних шоков. Например, в связи с высокой зависимостью от мировых цен на ресурсы, страны в условиях спада прибегают к жесткой денежно-кредитной политике, с целью поддержания макроэкономической стабильности на внутреннем рынке, что находится в противоречии в антициклической политикой как таковой (см., например, Франки (2010) [Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, and Sylvain Leduc, 2010]. Несмотря на достаточно обширную литературу относительно оптимальной денежно-кредитной политики в условиях открытой экономики, трудно сделать причинно-следственные выводы на основе макроэкономических данных, поскольку как шоки спроса, так и ответные меры политики часто являются эндогенными для основных экономических условий. В этой связи, большинство исследований в основном сосредоточены на теоретических моделях и калибровочных уравнениях (например, Корсетти и Лука (2010) [Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, and Sylvain Leduc, 2010].

Во время мирового финансового кризиса, начавшегося в 2007 году, многие центральные банки вели стимулирующую денежно-кредитную политику, чтобы облегчить проблемы финансового рынка, увеличить объем производства и стабили-

зирать инфляцию. Денежно-кредитная политика была в значительной степени успешной с точки зрения минимизации проблем финансового рынка, однако рост производства и инфляция во многих странах с развитой экономикой демонстрировали низкие показатели, что замедлило восстановительный рост (Пайн, Левис и др. (2014)) [Pain, N., C. Lewis, T.-T. Dang, Y. Jin, and P. Richardson, 2014]. Эти наблюдения привели к достаточно широкому дебатам о том, можно ли считать, что трансмиссионные каналы монетарной политики успешны в условиях кризиса, в частности в условиях финансового кризиса, и насколько в целом денежно-кредитная политика успешна в условиях финансовой глобализации и высокой степени волатильности мировой экономики (Боуис, Раданович и Рене (2013)) [Bouis, R., L. Rawdanowicz, J.-P. Renne, S. Watanabe, and A. K. Christensen, 2013]. В этой связи возникает вопрос, насколько контрциклическая монетарная политика возможна, и не стоит ли больший приоритет отдать стимулирующей фискальной политике в условиях кризиса. Кроме того, немаловажным становится вопрос о нежелательных побочных эффектах контрциклической монетарной политики, таких как появление чрезмерных рисков и взвинченных цен на финансовые активы, что может стать следствием длительной экспансионистской политики со стороны денежных властей (Раян (2005)) [Rajan, R. G., 2005].

Следует отметить, что современные исследования (Франкел (2011)) [Frankel, J.A., 2011], МакГеттингман (2013)) [McGettingham, D., Moriyama, K., Ntsama, J.N.N., Painchard, F., Qu, H., Steinberg, C., 2011] и др.), касающаяся цикличности денежно-кредитной политики, в целом свидетельствуют то, что денежно-кредитная политика в большинстве случаев контрциклическа в промышленно развитых странах и проциклическа в развивающихся странах.

Политика по регулированию финансовых рынков. Современные исследования в области регулирования финансо-

вой системой с точки зрения контрциклической политики большое внимание уделяют неформальным факторам, которые лежат в основе жесткости или мягкости финансового регулирования в современной экономике. Достаточно большой блок исследований (например, Стинглер (1971)) [Stigler G., 2010], Чарлес и Хабер (2014)) [Calomiris, Charles W., and Stephen H. Haber, 2014]), рассматривает финансовое регулирование и его направленность как результат торга за интересы конкретных институтов финансового посредничества. Несмотря на то, что характер макроэкономической политики, неформальные институты давления и частные интересы подвержены постоянным изменениям, Каломирис и Хабер (2014)) [Calomiris, Charles W., and Stephen H. Haber, 2014] утверждают, именно частная выгода лежит в основе многих нормативов банковского регулирования в различных странах, вне зависимости от временного периода. Эта точка зрения находит свое подтверждение в обширной литературе по этой теме. Многие исследования (например, Познер (1997)) [Posner, Eric A., 1997], Крознер и Страхан (1999)) [Kroszner, R., Strahan, P., 1999], Ефрам и Москович (2010)) [Benmelech, Efraim, and Tobias J. Moskowitz, 2010], Атиф, Суфи и Требби (2010)) [Mian, Atif, Amir Sufi, and Francesco Trebbi, 2010], Суфи и Требби (2013)) [Mian, Sufi, and Trebbi, 2013], Рагурам и Рамчаран (2011)) [Rajan, Raghuram G., and Rodney Ramcharan, 2011] и др.) с точки зрения причин дерегулирования или смягчения политики финансового надзора, в свою очередь, подтверждают тезис о доминировании частных интересов в процессе реализации политики по регулированию финансовых систем. Таким образом, можно утверждать, что во многом политика по регулированию финансовых систем не носит циклический характер в силу необъективных причин. Точнее, можно утверждать, что в силу этих, необъективных причин, финансовое регулирование, как правило, носит циклический характер.

В целом, вопросам цикличности финансового регулирования посвящено не так много работ. Стоит отметить исследование Рейгана (2009) [Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff, 2009], который в своей работе, посвященной последнему мировому финансовому кризису, выдвигает тезис об опасности жесткого регулирования, которое может быть чревато для экономики более худшими последствиями, нежели дерегулирование. Блиндер (2015) [Blinder, Alan S., 2015], в свою очередь, представляет обратную точку зрения, согласно которой только жесткое регулирование может быть оптимальным в условиях кризиса. Иными словами, согласно Блиндеру, политика по регулированию финансовой системы должна, в большей степени, носить проциклический характер. Интересная точка зрения касательно цикличности политики по регулированию финансового рынка присутствует в работе Айзенмана (2009) [Joshua Aizenman and Reuven Glick, 2009], который выдвигает тезис о том, что сама финансовая система и механизмы ее регулирования лежат в основе цикличности экономики, и поэтому оптимальная политика по регулированию финансовых рынков может сглаживать цикличность экономики.

Тем не менее, можно утверждать, что политика по регулированию финансовых систем, в большинстве своем не носит циклический характер, как в теории, так и на практике.

Применение контрциклической политики на практике: опыт некоторых стран. Контрциклическая политика нашла довольно широкое применение в опыте многих развитых и развивающихся стран. В рамках данного исследования нами был рассмотрен опыт двух кризисов последних десятилетий и проведена классификация политик стран с точки зрения инструментов и результатов ее проведения, а также

степени развитости экономик. Важно отметить, что опыт развитых и развивающихся стран в некоторой степени отличается, как минимум исходя из широты спектра используемых инструментов макроэкономического регулирования, особенно в случае фискального стимулирования экономики.

Опыт рассмотренных стран был классифицирован с точки зрения фискального и монетарного регулирования в условиях кризиса. Общей чертой реализуемых инструментов стала стимулирующая политика. Во всех случаях целью макроэкономической политики, как в развитых, так и в развивающихся странах, стало восстановление экономического роста и сглаживание экономических циклов в условиях кризиса.

Не смотря на большую разницу в источниках возникновения кризисов 2007-2008 гг. и предыдущего года, меры, принятые государствами с точки зрения макроэкономического регулирования с целью поддержания или восстановления экономического роста достаточно схожи. Практически во всех случаях страны применяли именно контрциклическую политику. Безусловно, можно привести и другие примеры. Например, есть страны, которые в условиях кризисов применяли проциклическую политику, или вовсе политику макроэкономической политики. Однако, в рамках данного исследования, нами был сделан упор только на примеры тех стран, которые применили именно инструменты контрциклического регулирования.

Как мы можем наблюдать на рисунке 1, мировой финансовый кризис отразился на рассмотренных развитых и развивающихся странах достаточно негативно с точки зрения темпов экономического роста, а также воздействие носило, как минимум среднесрочный характер.

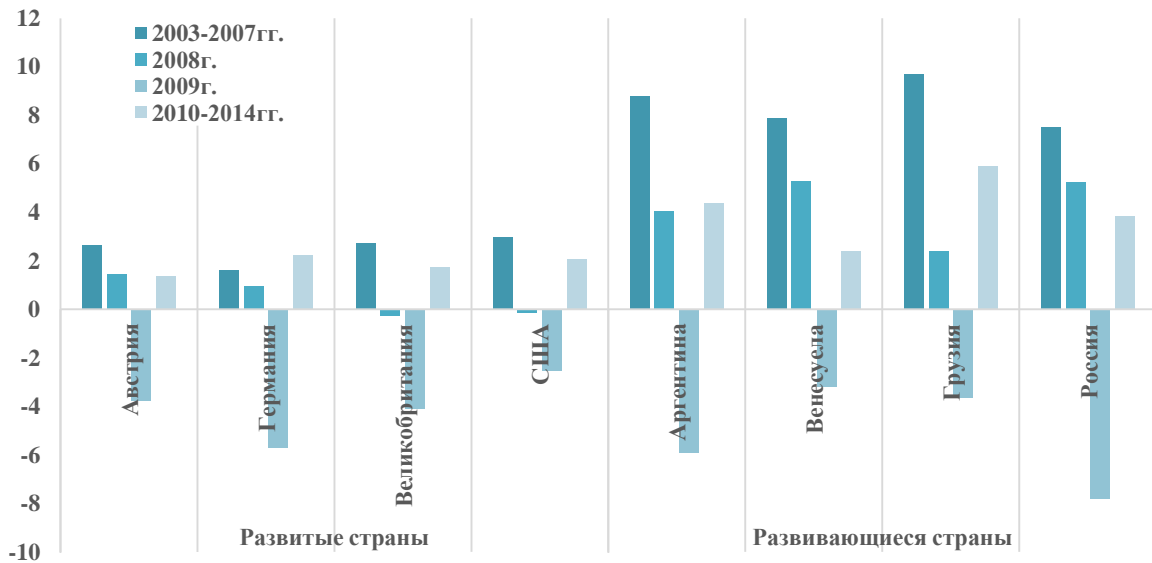


Рис. 1. Темпы экономического роста в период мирового финансового кризиса, %.

Fig. 1. Economic growth rates during the global financial crisis, %.

Источник: IMF Database – <https://www.imf.org/>

Примечание: *Прогнозные значения.

Однако, по итогам 2020 года, падение валового продукта рассмотренных экономик носило еще более тяжелый характер (см. рис. 2). Об этом также свиде-

тельствуют прогнозы МВФ на 2021 год. Наихудшие показатели демонстрирует экономика Венесуэлы, и наименьшее падение ВВП наблюдается в России.

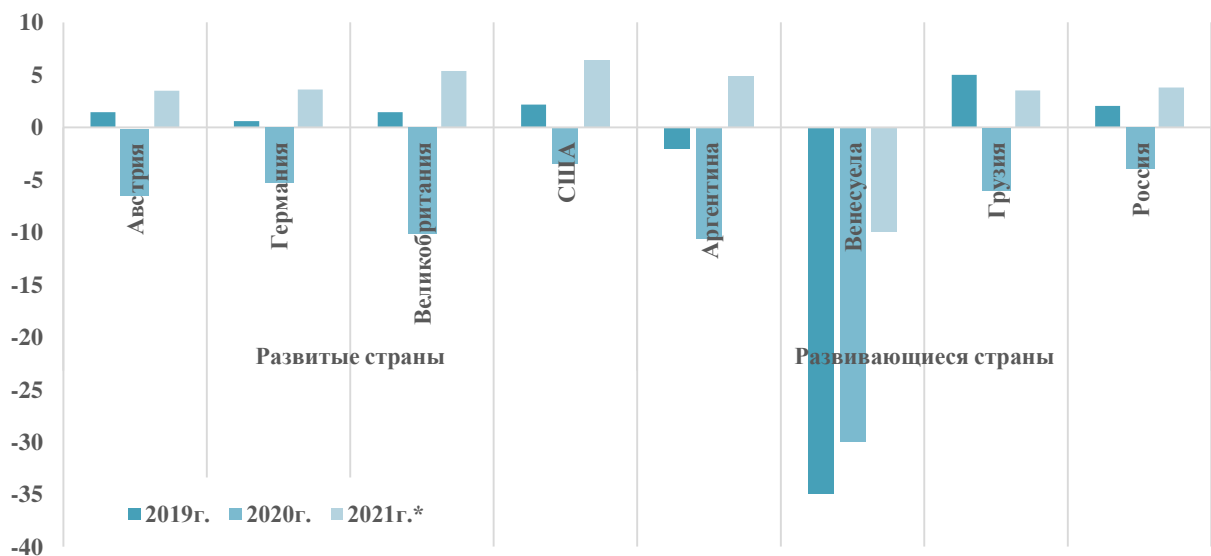


Рис. 2. Темпы экономического роста в период пандемии COVID 19, %.

Fig. 2. Economic growth rates during the COVID 19 pandemic, %.

Источник: IMF Database – <https://www.imf.org/>

Примечание: *Прогнозные значения.

Таким образом, очевидной для органов государственного регулирования стала

необходимость проведения антикризисной и контрциклической политики как в период

мирового финансового кризиса, так и в течении прошлого и текущего годов. В рамках данного исследования был проведен детальный анализ макроэкономического регулирования, проведенного в восьми странах, с точки зрения нивелирования последствий кризиса и смягчения социальных и экономических последствий в стране. Упор исследования делался, прежде всего на ключевых инструментах антикризисного регулирования. Ниже будет представлен обобщенный анализ фискальной и монетарной политик некоторых стран в условиях кризиса 2007-2008гг., а также 2020-2021гг. с точки зрения контрциклического регулирования экономики.

Фискальная политика. Как и в теории, на практике фискальная политика в

условиях кризиса, в большинстве случаев становится основным инструментом нивелирования негативных социально-экономических последствий падения ВВП. Основной упор в условиях контрциклической политики правительства делают на активное вливание в экономику финансовых ресурсов за счет бюджета. Стимулирование экономики за счет бюджетных средств, как правило, происходит через субсидирование различных секторов экономики, а также посредством сокращения налогового бремени. Как мы можем видеть из таблицы 2 и 3, как развитые, так и развивающиеся страны использовали оба эти подхода, как во время кризиса 2007-2008 гг., так и в течении 2020 года.

Таблица 2
 Фискальная политика развитых стран в период мирового финансового кризиса 2007-2008 гг.

Table 2

Fiscal policy of developed countries during the global financial crisis of 2007-2008.

	Австрия	Великобритания	Германия	США
Инструменты	Снижение ставки подоходного налога (с 38.3% до 36.5% и с 43.6% до 43.6%); Повышение лимита необлагаемого подоходного налога с 10,000 Евро до 11,000 Евро; Повышение налогооблагаемой суммы для 1-ого ребенка с 50.9 до 58.4 Евро; Налоговые льготы для инвестиций от прибыли или накопленной прибыли.	Гарантирование кредитов малого и среднего бизнеса в размере до 75% суммы кредита; Рост расходов на инфраструктурные проекты; Снижение ставки НДС с 17.5% до 15%.	Увеличение расходов государственного бюджета. Инвестиции в инфраструктурные проекты (дороги, мосты железные дороги и т.п.) более 17 млрд Евро; Внедрение расчета ускоренной налоговой амортизации для поддержания новых инвестиций; Система предоставления гарантии малому и среднему бизнесу; Продление срока финансовой поддержки для безработных с 6-и до 24-ых месяцев;	Увеличение расходов государственного бюджета. Инвестиции в инфраструктурные проекты (дороги, мосты железные дороги и т.п.) Налоговые привилегия для сектора зеленой энергетики на сумму 13 млрд долл. США Увеличение срока использования предыдущих убытков с 2 х до 5и лет Увеличение финансирования программ социального обеспечения, помощь безработным и соци-

	Австрия	Великобритания	Германия	США
			Единовременные выплаты семьям с детьми в размере 100 Евро,	ально необеспеченным населения Для социально не обеспеченного населения возможность получить оплаченных налоги
Результат	Дефицит государственного бюджета Восстановление экономического роста. Контроль уровня безработицы	Дефицит государственного бюджета Восстановление экономического роста.	Дефицит государственного бюджета Восстановление экономического роста. Управление показателя безработицы	Дефицит государственного бюджета Восстановление экономического роста.

Таблица 3

Фискальная политика развивающихся стран в период мирового финансового кризиса 2007-2008 гг.

Table 3

Fiscal policy of developing countries during the global financial crisis of 2007-2008

	Аргентина	Венесуэла	Грузия	Россия
Инструменты	Контрциклические налогово-бюджетные меры, стимулирование спроса. Увеличение государственных расходов и дефицита государственного бюджета.	Полуавторитарный и чрезвычайно популистский режим. Использование колоссальных доходов от нефтепромышленности для реализации популистской политики, в т.ч. Перераспределение богатства, земельная реформа, демократизация экономической деятельности. Установление налога 1,5% на банковские операции между юридическими лицами. В 2009 году был увеличен НДС на 3 п.п. и были установлены налоги на табачную и алкогольную про-	Увеличение расходов государственного бюджета. Программа постепенного снижения налогов и создание Налоговой Службы. Внедрение комплексных налоговых ИТ-решений, в т.ч. создание единой базы данных налогоплательщиков, ASYCUDA и др. Установление безналогового режима для индустриальных зон и складов. Был разработан налоговый кодекс, основанный на передовой международной практике,	Снижение ставки налога на прибыль с 24 до 20%. Переход к сумме фактически полученной прибыли по уплате налога на прибыль, в частности, изменился подход к предоплате по налогу на прибыль; Возможность применения ускоренной амортизации для признания прибыли, что упрощает инвестиции. Амортизационная «премия» в

	Аргентина	Венесуэла	Грузия	Россия
		мышленность.	внедрены международно признанные методы, сведены к минимуму бюрократические препятствия. Увеличение финансирования программ социального обеспечения.	размере 30% для определенной группы активов. Посредством этого механизма правительство поощряло новые инвестиции в основные фонды особого значения. Освобождение от НДС при импорте основных технологических средств, не производимых в России. Государственная поддержка экспорта в размере 6 миллиардов рублей. Увеличение пособия по безработице до 4900 руб. Привлечение безработных к оплачиваемым общественным работам; Обучение безработных по повышению квалификации, отвечающее требованиям рынка.
Результат	Средний уровень дефицита государственного бюджета.	Снижение уровня бедности до 27.2% в 2012 году. Чрезмерное расходование государственных средств.	Значительный дефицит государственного бюджета (5-6% от ВВП). Восстановление экономического роста.	Дефицит государственного бюджета Восстановление экономического роста.

Сопоставляя бюджетные вливания развитых и развивающихся стран во время мирового финансового кризиса 2007-2008

гг., можно отметить, что если развитые экономики использовали как бюджетные расходы, так и налоговую политику для

поддержки ВВП, то в случае развивающихся большая акцент все же делался на расходную часть бюджета, нежели на фискальное регулирование. По всей видимости, это было обусловлено тем фактом, что, как правило, в развивающихся экономиках налоговая система и налоговое администрирование находятся на очень низком уровне институциональной состоятельности и правительства таких стран в меньшей степени обладают соответствующим фискальным инструментарием. Кроме того, как правило, искажения рынка (монополии, коррупция, неэффективное правительство и многое другое) в развивающихся странах присутствуют в большей степени и сам этот факт, уже не позволяет эффективно использовать антикризисные фискальные меры в полной мере.

Развитые страны в процессе проведения контрциклического регулирования большой акцент делали на поддержание бизнес-среды, а также различные инфраструктурные проекты. В то же время, развивающиеся экономики сделали большой акцент на социальной поддержке населения, при этом расплывая огромные бюджетные средства среди большого числа бенефициаров, что в большей степени стало популистической мерой, нежели эффективным способом нивелирования последствий падения ВВП.

2020 г. и последующий за ним 2021-ый конечно кардинально отличаются от предыдущих кризисов по своему содержанию и последствиям. Если кризис 2007-

2008 гг. носил системный характер и был во многом обусловлен несовершенством регулирования финансовых системы, раздутыми денежными системами и большим влиянием финансовых пузырей на стабильность реального сектора, то кризис 2020 г. ознаменовал практическую остановку многих секторов экономики. В этой связи, меры, направленные на нивелирование последствий кризиса, носили несколько иной характер. Например, достаточно большие вливания бюджета были направлены на социальные нужды населения, был использован подход так называемых «вертолетных денег», большие объемы финансирования системы здравоохранения. По линии налоговых политик, почти все страны применили налоговые каникулы для многих пострадавших от карантина отраслей, а также такие каникулы были предоставлены по линии физических рисков. При этом, следует отметить, что кризис 2020-2021 гг. не сильно отразился на финансовой системе, с точки зрения негативных последствий, а даже местами наоборот, способствовал определенному росту.

Тем не менее, если результаты контрциклической фискальной политики 2007-2008 гг. можно уже в определенной степени оценить, хотя бы с точки зрения восстановительного роста, то действенность контрциклических мер, предпринятых в течении 2020-2021 гг. еще предстоит оценить.

Таблица 4

Фискальная политика развитых и развивающихся странах в период пандемии COVID 19 (2020-2021 гг.)

Table 4

Fiscal policies in developed and developing countries during the COVID 19 Pandemic (2020-2021)

Страны	Инструменты
Австрия	Поддержка системы здравоохранения, Финансовая поддержка пострадавшим отраслям, например, гостиничный бизнес, авиаперевозки и т.п. Государственные гарантии для кредитов МСП, Поощрение инвестиции, со финансируя до 14% реализуемых инвестиций,

Страны	Инструменты
	<p>Организация неполноценного рабочего дня, Поддержка ликвидности для бизнеса Государственные кредитные гарантии, Снижение минимальной ставки налога на прибыль с 25 до 20 процентов, Отсрочка уплаты подоходного налога с физических и юридических лиц, отчислений на социальное страхование и уплаты НДС на 3 месяца, Снижение НДС по некоторым категориям, Финансирование инфраструктурных проектов</p>
Великобритания	<p>Увеличение государственных расходов Меры по поддержке бизнесов (29 миллиардов фунтов стерлингов), в том числе налоговые каникулы на имущество, прямые гранты для малых фирм и фирм в наиболее пострадавших секторах, а также компенсация отпуска по болезни Облегчение схемы кредитования для бизнеса, правительство запустило три отдельные схемы, чтобы облегчить доступ бизнеса к кредитам (гарантирование кредитов на 80% суммой до 5 млн фунтов стерлингов и 100% ос суммой до 100,000 фунт стерлингов) Моратории на уплату налогов (мораторий на уплату НДС за второй квартал 2020 года до конца финансового года и уплату налога на прибыль само занятых на шесть месяцев) Финансовая поддержка само занятых (Правительство выплачивало 80 % заработка само занятых) Субсидирования рабочего времени и возмещение потерь в з/п от государства до 60 % зарплаты. Страхование торговых кредитов для сделок между предприятиями и государством на общую сумму 10 миллиардов фунтов стерлингов, Возможность уплачивать НДС и начисленный налог на прибыль частями,</p>
Германия	<p>Увеличение государственных расходов Инвестиции в инфраструктурные проекты Временное снижение налога на добавленную стоимость с 19% до 16% Финансовая поддержка местных муниципалитетов и государственных органов В течении локдауна финансовая поддержка пострадавшим компаниям в размере 75% выручки полученной в ноябре 2019 года. Расширенные кредитные гарантии для экспортеров и банков финансирующих экспортную деятельность Увеличение системы государственного гарантирования кредитов, в некоторых случаях до 100 % кредита (общая сумма доступной гарантии 757 млрд евро или 24% от ВВП Германии) Субсидии, выданные работникам по системе Kurzarbeitl, что дало возможность работникам сохранить заработную плату в размере от 60 до 67 % зарплаты, а работодателям Расширенные пособия по уходу за детьми для родителей с низкими доходами Более легкий доступ к поддержке базового дохода для самозанятых, Поддержка малого бизнеса и самозанятых, в частности :гранты (50 миллиардов евро) для владельцев малого бизнеса и самозанятых лиц, серьез-</p>

Страны	Инструменты
	но пострадавших от COVID-19, беспроцентные отсрочки налогообложения до конца года
США	<p>Увеличение государственных расходов</p> <p>Инвестиции в инфраструктурные проекты</p> <p>Вливание денег в экономику: CARES акт, более 2-х трлн долларов США было предоставлено физическим и юридическим лицам, (еженедельные выплаты безработным в размере 300 долларов США, прямые выплаты физическим лицам в размере 600 долларов США)</p> <p>Кредитования малого и среднего сектора для выплат зарплат в размере 374 млрд долларов США</p> <p>Предоставление единовременных налоговых льгот физическим лицам (общая сумма 293 млрд долларов США Coronavirus Aid, Relief and Economy Security Act (—CARES Act))</p> <p>Предоставления займов, гарантий и поддержки программы на сумму 510 миллиардов долларов США на предотвращение корпоративного банкротства Coronavirus Aid, Relief and Economy Security Act (—CARES Act))</p> <p>Поддержка местных муниципалитетов и государственных органов в размере 150 млрд. долларов США</p>
Аргентина	<p>Фискальные реформы, направленные на сокращение дефицита бюджета.</p> <p>Увеличение налогов с целью увеличения доходов бюджета, введение нового налога на экспорт сельскохозяйственной продукции.</p> <p><i>Меры во время пандемии</i></p> <p>Объявленные правительством меры составили около 6% ВВП, включая социальную поддержку.</p>
Грузия	<p>Финансирование коммунальных платежей граждан на 3 месяца. Отсрочка налога на имущество и подоходного налога для предприятий, связанных с туристической сферой. Субсидирование 80% процентных платежей по шестимесячным банковским кредитам для малых гостиниц. Отсрочка 90-дневного срока таможенного оформления ввоза автомобилей. Ежемесячная поддержка в размере 200 лари в течение 6 месяцев гражданам, потерявшим работу из-за пандемии. Предоставление субсидии работодателям за каждую сохраненную работу. Помощь в размере 300 лари само занятым или работникам в неформальном секторе. Оказание помощи в среднем на 600 лари семьям с низким социальным рейтингом и людям с ограниченными возможностями.</p>
Россия	<p>Субсидирование процентных ставок для малых и средних предприятий и системообразующих предприятий;</p> <p>Налоговые отсрочки для наиболее пострадавших компаний по большинству налогов,</p> <p>Отсрочка социальных отчислений для МСП в пострадавших отраслях на 6 месяцев,</p> <p>Налоговые каникулы по всем налогам (без НДС) и социальным отчислениям на 2 квартал 2020 года для МСП, индивидуальных предпринимателей и НПО, предоставляющих социальные услуги</p> <p>Создание резервного фонда в размере 300 млрд рублей, который должен быть использован для покрытия или уменьшения потери доходов граждан</p> <p>Бюджетные гранты для МСП в затронутых отраслях для покрытия заработной платы,</p>

Страны	Инструменты
	Повышенное зарплаты и других видов вознаграждение медперсоналу, Выдача пособия болезни и отпускных в размере не менее минимальной заработной платы лицам находящиеся на карантине, Финансовая поддержка граждан потерявших работу после 1 марта 2020 года, в том числе для индивидуальных предпринимателей (стандартное пособие по безработице равнялось минимальной заработной плате за пять месяцев); Единовременная финансовая поддержка семьям с детьми до 3х лет

Источник: составлено авторами.

Как мы можем видеть на рисунке 1, все рассмотренные страны демонстрируют падение ВВП, которое продолжалось как минимум два года. Однако последующий период сопровождался восстановительным ростом, причем в развивающихся странах показатели были значительно больше, чем в развитых. Тем не менее, можно ли судить о положительных результатах проводимой контрциклической политики в период мирового финансового кризиса? В краткосрочной или среднесрочной перспективе, странам удалось в некоторой степени нивелировать негативные социальные последствия падения ВВП. В долгосрочной перспективе восстановить экономике в полной мере странам все же не удалось. Показатели ВВП на душу населения в протяжении десятилетия не демонстрировали высокого роста, что наиболее ярко заметно в развивающихся странах.

С другой стороны, любая контрциклическая политика сопровождается существенным увеличением расходов бюджета и как следствие, высокими показателями государственного долга. И если для развитых стран, как правила источником заимствований становятся государственные облигации,

то для развивающихся стран, как правило, рост государственного долга происходит за счет внешних заимствований.

Как мы можем видеть на рисунке 3, рост государственного долга по отношению к ВВП наблюдается во всех рассмотренных странах, за исключением Грузии.

Заметим также, что по сравнению с кризисом 2007-2008 гг., кризис 2020 года заставил страны значительно больше увеличить государственные заимствования, что позволяет сделать вывод о более активном стимулировании экономики со стороны государства в течении текущего кризиса. Причем, эта картина наблюдается как в развитых, так и в развивающихся странах.

Обобщив, можно сказать, что контрциклическая фискальная политика, строго согласно теории, на практике сопровождалась повышением государственных расходов и как следствие высоким уровнем государственного долга практически во всех рассмотренных странах. Вместе с тем, последствия для экономического роста с точки зрения положительно-го эффекта не так однозначны.

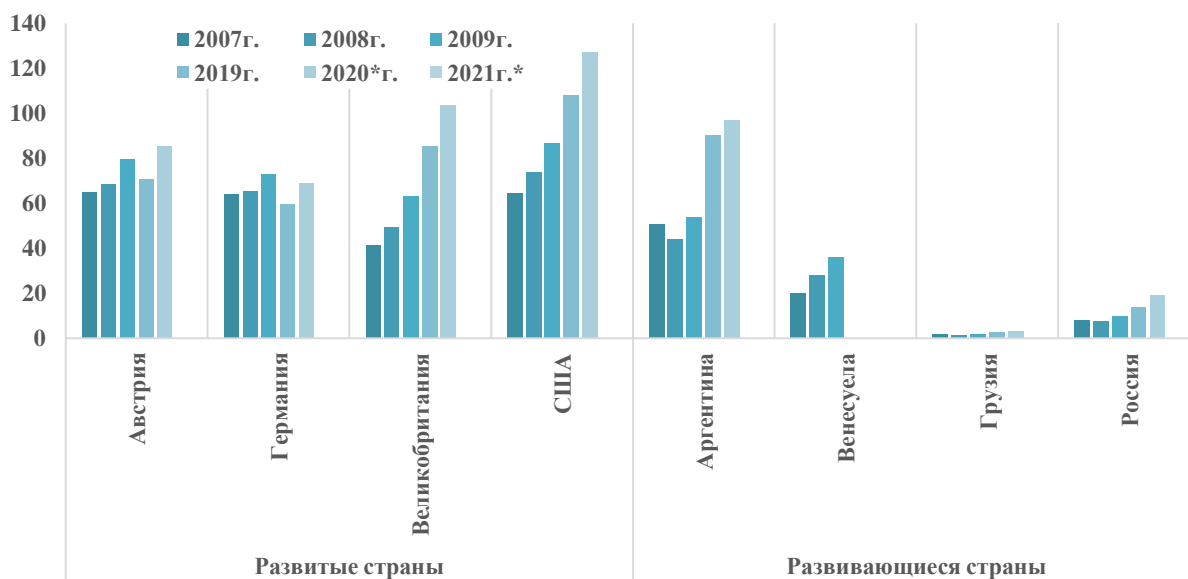


Рис. 3. Государственный долг в % от ВВП, в период 2007-2008 гг. и в период пандемии COVID 19, 2020 г.

Fig. 3. Public debt as a % of GDP, in the period 2007-2008 and during the COVID 19 pandemic, 2020

Источник: World Bank Database – <https://databank.worldbank.org/> , IMF Database – <https://www.imf.org/>

Примечание: *Прогнозные значения.

Монетарная политика и регулирование финансового рынка. Контрциклическая политика с точки зрения денежно-кредитного регулирования носила несколько иную направленность. Если фискальная политика в большей части была направлена на поддержания спроса, то монетарная политика и регулирование финансового рынка несли в себе, в первую очередь, задачу поддержания самой фи-

нансовой системы, как в развитых, так и в развивающихся странах.

С другой стороны, опять же если кризис 2007-2008 гг. по своей сути непосредственно затрагивал, и даже нашел свое начало в финансовой системе, то 2020 год и последующий период, в большей степени коснулся реального сектора и довольно мало отразился, если не сказать вовсе не отразился негативно на финансовом рынке (см. таблицы 5 и 6).

Таблица 5

Монетарная политика и регулирование финансового рынка развитых стран в период мирового финансового кризиса 2007-2008 гг.

Table 5

Monetary policy and regulation of the financial market of developed countries during the global financial crisis of 2007-2008

	Австрия	Великобритания	Германия	США
Инструменты	Временное введение системы страхования банковских депозитов на 100% со стороны государства	Снижение ставки рефинансирования Банком Англии, Bank Recapitalisation Programme,	Стабилизация финансовой системы (Finanzmarktstabilisierungsgesetz, FMStG) влива-	Вливание ликвидности с помощью специального инструментария

	Австрия	Великобритания	Германия	США
	<p>Участие в капиталах коммерческих банков по программе Finanzmarktstabilitätsgesetz</p> <p>Для активации внутрибанковских транзакции была основано посредническое агентство, которая снижала риски связанные с неплатой между банками</p> <p>Вливание ликвидности в коммерческие банки</p>	<p>данная программа была разработана со стороны Financial conduct authority, суть программы это капитализация коммерческих банков на основе расчета безопасного уровня капитала для каждого банка.</p> <p>Гарантии обязательств финансового сектора</p> <p>Вливание ликвидности в финансовый сектор по инструменту discount window facility, коммерческие банки могут получить финансирование имея подходящий залог, срок кредита 30 или 364 дней</p> <p>Создание возможности обмена секьюритизированных ипотечных активов с государственными облигациями,</p> <p>Разработки схемы по защите активов (Asset protection scheme) цель этого инструмента – защитить банки от значительных потерь по кредитам, ипотеке и другим финансовым активам.</p>	<p>ние ликвидности в финансовую систему, участие в капиталах коммерческих банков и т.п</p> <p>Разработка закона по созданию стабилизационного фонда Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz, FMStFG</p> <p>Расширение кредитования коммерческих банков, путем предоставления государственных гарантии кредиторам</p>	<p>репо-кредитования центрального банка,</p> <p>Снижение процентных ставок ФР.</p> <p>Расширение кредитования коммерческих банков.</p> <p>Инвестиции в капиталах коммерческих банков</p> <p>Вливание ликвидности с помощью кредитования коммерческих с сроком на 28 дней</p> <p>Создание своп инструментов с центральными банками других стран для стабилизации валютного рынка</p> <p>Страхование обязательств коммерческих банков для повышения доверия</p>
Результат	Увеличение ликвидности коммер-	Увеличение ликвидности коммер-	Увеличение ликвидности	Снижение оттока депо-

	Австрия	Великобритания	Германия	США
	<p>ческих банков Увеличение устойчивости финансовой системы</p>	<p>ческих банков Увеличение ликвидности секьюритизированных ипотечными кредитами ценных бумаг Обеспечение коммерческих банков и финансовый структур инвалютой Снижение процентных ставок кредитования</p>	<p>коммерческих банков Увеличение устойчивости финансовой системы Снижение процентных ставок кредитования</p>	<p>зитов коммерческих банков Увеличение ликвидности коммерческих банков Увеличение ликвидности коммерческих ценных бумаг Обеспечение коммерческих банков и финансовый структур инвалютой Снижение процентных ставок кредитования</p>

Источник: составлено авторами.

Таблица 6

Монетарная политика и регулирование финансового рынка развивающихся стран в период мирового финансового кризиса 2007-2008 гг.

Table 6

Monetary policy and regulation of the financial market of developing countries during the global financial crisis of 2007-2008

	Аргентина	Венесуэла	Грузия	Россия
Инструменты	<p>Активное вмешательство в валютный рынок с целью сглаживания волатильность валютного курса. В целях обеспечения надлежащего управления риском ликвидности ЦБ разработал дополнительные окна ликвидности, изменил определение окна по-</p>	<p>Регулирование валютного курса.</p>	<p>Вливание ликвидности с помощью специального инструментария репо-кредитования центрального банка, снижение нормы обязательного резервирования и ликвидности, снижение процентных ставок</p>	<p>Снижение ставки рефинансирования ЦБ Меры по повышению ликвидности банковской системы, Увеличение максимального размера компенсации по вкладам физических лиц в банках с 400 до 700 тысяч рублей. Размещение Цен-</p>

	Аргентина	Венесуэла	Грузия	Россия
	вторного дисконтирования, ввел расширенные средства рынка репо фонды (новые линии в национальной и других валютах), сделал аукцион опционов репо, сделал операции на открытом рынке с государственными облигациями. Снижение минимальных требований к ликвидности для депозитов в иностранной валюте. Увеличение процентных ставок.		ЦБ. Расширение кредитования коммерческих банков.	тральным банком депозитов в коммерческих банках; Предоставление Центральным банком без залоговых кредитов коммерческим банкам на срок до одного года. Снижение нормы обязательных резервов; Предоставление субординированных кредитов коммерческим банкам. Увеличение уставного капитала государственных банков. Содействие процессам финансирования ипотечных кредитов и секьюритизации активов; Предоставление государственных гарантий юридическим лицам, общая сумма гарантии составляет 300 миллиардов рублей, из которых 100 миллиардов будут направлены строительным компаниям.
Результат	Увеличение кредитов в иностранной валюте, благодаря снижению минимальных требований к ликвидности для депозитов в иностранной валюте.	Средний уровень инфляции.	Сдерживание обесценения национальной валюты и инфляции. Высокие процентные ставки	Снижение оттока депозитов коммерческих банков Увеличение ликвидности коммерческих банков Обеспечение коммерческих банков и финансовый струк-

	Аргентина	Венесуэла	Грузия	Россия
	В результате удалось увеличить внутреннее финансирование торговли по отношению к внешнему финансированию. Обесценение национальной валюты. Низкий уровень инфляции.			тур инвалютой Снижение процентных ставок кредитования

Источник: составлено авторами

В этой связи, нам представляется важным отметить также, что если в период кризиса 2007-2008 года фактически задачи по поддержанию стабильности финансовой системы стояли в приоритете, и во многом расходились с целями монетарного

регулирования, то в период кризиса, связанного с пандемией COVID 19, наблюдается ровно обратная картина. Задачи монетарной политики находятся в приоритете. Причем в большей степени это касается развивающихся экономик.

Таблица 7

Монетарная политика и регулирование финансового рынка развитых и развивающихся странах в период пандемии COVID 19 (2020-2021 гг.)

Table 7

Monetary policy and financial market regulation in developed and developing countries during the COVID 19 pandemic (2020-2021)

Страны	Инструменты
Австрия	Вливание ликвидности, Oesterreichische Nationalbank (OeNB) заявил о готовности предоставить банкам достаточные денежные средства, Управление финансового рынка запретило короткие продажи в течение одного месяца после резкого падения цен на Венской фондовой бирже,
Великобритания	Снижение ставки рефинансирования на 0.65% до 0.01%, Увеличение владения центральным банком государственных облигаций Великобритании и нефинансовых корпоративных облигаций на 450 млрд фунтов стерлингов(Quantitative easing) Предоставление краткосрочной ликвидности государству при необходимости Банком Англии, Предоставление предприятиям ликвидности и гарантий по кредитам на общую сумму 352 млрд фунтов стерлингов (19,5 процента ВВП), Активация механизма условного РЕПО в дополнение к существующим механизмам Банка Англии по обеспечению ликвидности в фунтах стерлингов, Повышение уровня ликвидности с помощью своп соглашений с центральными банками Канады, Японии, Еврозоны, США и Швейцарии, Снижение ставки контр циклического буфера капитала (CCyB) в Ве-

Страны	Инструменты
	<p>ликобритании до 0 процентов (2%) Разработка новой схемы гарантирования ипотечных кредитов (сумма кредита до 600,000 фунтов стерлингов, предоплата 5%) Приостановление выплаты дивидендов и покупка собственных акции крупным банкам до конца 2020 г.,</p>
Германия	<p>Изменение регулятивной требования по коммерческим банка, в частности снижение контр циклического буфера капитала с 0.25% до 0%, Прямое приобретение капитала затронутых коронавирусом системообразующих компании до 100 млрд Евро, Трехмесячный мораторий на выплаты по потребительским кредитам, Кредиты выделенные по государственным программам по борьбе с коронавирусом и гарантированные KfW, не участвуют в расчетах взвешенных рисков, Временное приостановлении действия актов по возбуждению дела о несостоятельности для компаний с чрезмерной задолженностью или компаний банкротов. Временное приостановление выплат дивидендов или выкуп собственных акции коммерческими банками.</p>
США	<p>Снижение процентных ставок ФР с 2.42 до 0.05 Вливание ликвидности с помощью кредитования коммерческих с сроком до 90 дней, снижение стоимости кредитования discount window lending Расширение кредитования коммерческих банков, позволяя коммерческим банкам секьюритизировать выданные кредиты на учебу, покупке мапин и т.п. Приобретение Федеральным Резервом коммерческих ценных бумаг по акту Commercial Paper Funding Facility, что решало две задачи Вливание денег в экономике (Quantitative easing) Обеспечение необходимой ликвидностью коммерческих ценных бумаг Снижение стоимости своп инструментов с другими центральными банками, расширение своп инструментов с новым центральным банкам Активизация рынка ценных бумаг: предоставление финансов Primary Dealer Credit Facility, облегчение регулирования при выпуске коммерческих бумаг компаниями и муниципальными эмитентами Commercial Paper Funding Facility Предоставление ликвидности финансовым организациям для кредитования малого и среднего бизнеса по программе Small Business Administration's Paycheck Protection Program Приобретение муниципальных ценных бумаг и кредитов выделенных малому и среднему бизнесу (Main Street Lending Program, Municipal Liquidity Facility) Изменение регулятивных требования, связанный с классификацией банковских кредитов, которая дала возможность продлить даты выплаты кредитов, связанных с коронавирусом без регулятивного последствия для банковской системы</p>

Страны	Инструменты
	Снижение коэффициента левериджа для банков до 8и %ов
Аргентина	Резкое увеличение процентных ставок (более 60%). <i>Меры во время пандемии</i> Снижение нормы обязательного резервирования, смягчение требований к классификации кредитов и т.д.
Грузия	Таргетирование инфляции. Прямые интервенции на валютном рынке, регулирование валютного курса. Отсрочка погашения кредитов на 3 месяца. Банки были проинструктированы оценить качество своих кредитных портфелей, проверки были остановлены, поощрялись отсрочки погашения кредитов и был применен механизм отсрочки уплаты штрафов. Предоставление стандартизированных сценарии и методологию для оценки кредитных убытков, ожидаемых в результате отложенного восстановления после COVID-19. В марте 2020 года НБГ смягчил требования к капиталу более чем на три процентных пункта. После ослабления своей учетной ставки на 100 базисных пунктов в период с апреля по август 2020 года НБГ повысил ставку на 150 базисных пунктов в 2021 году.
Россия	Снижение ставки рефинансирования с 6.25% до 4.25% (исторический минимум) Продажа валютных резервов со стороны ЦБ для удержания курса рубля, Временное увеличение ЦБ лимита операций валютного свопа и Временное введение долгосрочного инструмента рефинансирования, Временное послабление регулирования для банков для помощи корпоративным заемщикам, Разработка более благоприятного режима для валютных кредитов, выданных определенным секторам, Отсрочка создания резервов по реструктурированным корпоративным кредитам и кредитам МСП, Коммерческим банкам было разрешено оценивать ценные бумаги по ценам, котируемым на 1 марта, Снижение взноса в Фонд страхования вкладов с 0,15 процента до 0,1 процента, Упрощение регулирования ликвидности для системно значимых кредитных организаций, Нормативные изменения для поддержки кредитования включают новые методы оценки кредитного риска и более низкие весовые коэффициенты риска при ипотечном кредитовании

Источник: составлено авторами.

Основной упор используемых инструментов регулирования финансового рынка как в развитых, так и в развивающихся странах был сделан на поддержание ликвидности финансовой системы. В развитых странах, были внедрены различные гарантии для обязательств финансо-

вых систем со стороны государства, введены инвестиционные программы по усилению позиций капитала банковской системы, страхование обязательств коммерческих банков для повышения доверия населения и многие другие инструменты.

С точки зрения инструментов монетарного регулирования были предприняты меры по стимулированию спроса на денежном рынке, в основном связанные со снижением ставки рефинансирования. Развивающиеся страны сделали больший упор на валютное регулирование.

В качестве результатов контрциклических мер в период мирового финансового кризиса можно отметить в целом увеличение ликвидности коммерческих банков в странах, а также повышение устойчивости финансовой системы в целом. Были также снижены процентные ставки по

кредитам, что стимулировало спрос на денежном рынке и как следствие привело к стимулированию реального сектора экономик рассмотренных стран.

Однако очевидной ценной проведенных мер, стало увеличение инфляционного давления в странах, особенно в условиях развивающихся экономик. Как мы можем видеть на рисунке 3, общий фон цен в рассмотренных странах имеет тенденцию к росту. Однако период 2020 года характеризуется гораздо большим инфляционным давлением, при том что мы пока можем судить лишь о краткосрочных эффектах.

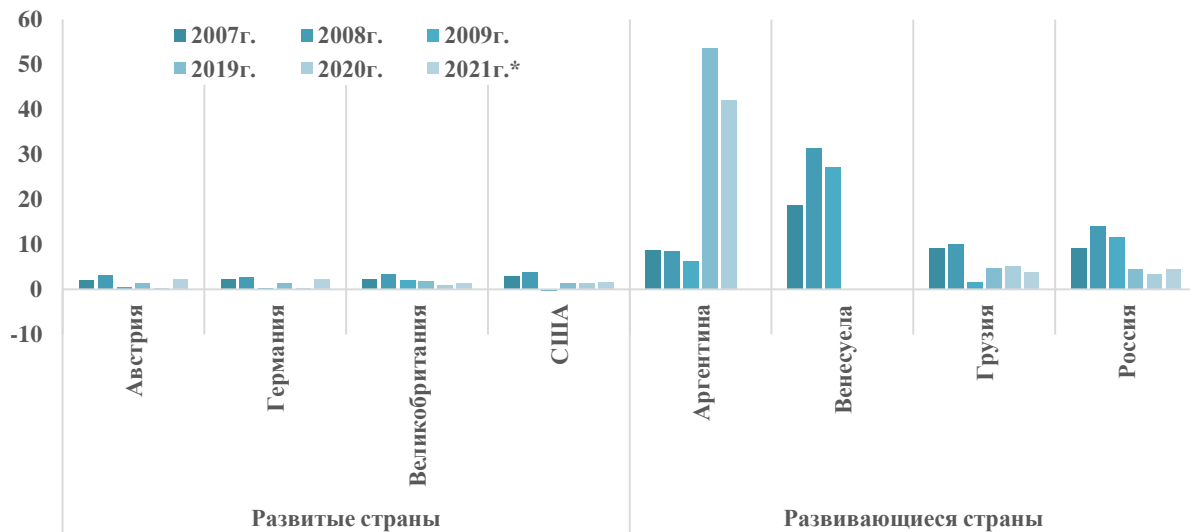


Рис. 4. Темпы роста ИПЦ в период 2007-2008 гг. и в период пандемии COVID 19, 2020 г.

Fig. 4. CPI growth rates in the period 2007-2008 and during the COVID 19 pandemic, 2020.

Источник: World Bank Database – <https://databank.worldbank.org/>, IMF Database – <https://www.imf.org/>

Примечание: *Прогнозные значения.

Меры контрциклической монетарной политики в период пандемии COVID 19 в целом больше были направлены на стимулирование реального сектора, нежели на работу с финансовыми системами. Следует также отметить, что, если в развитых странах используя уже налаженные в 2007-2008гг. механизмы поддержания и стимулирования ликвидности финансовых систем удалось избежать каких-либо существенных проблемы в этой сфере, то раз-

вивающиеся страны вынуждены были использовать больше прямых инструментов для поддержания стабильности финансовых систем, что было обусловлено ограниченными финансовыми возможностями правительств развивающихся стран.

Однако, инфляционный фон в период последнего кризиса значительно выше, что означает, что негативные социальные последствия будут значительно сильнее и этот ущерб еще предстоит оценить.

Заключение

Обобщая теоретическую основу контрциклической политики и опыт ее практической реализации, можно отметить, что на сегодняшний день, не смотря на появление новых инструментов как со стороны фискального, так и со стороны монетарного регулирования, сам принцип реализации контрциклической политики остался прежний.

Важным выводом является факт неоднозначности результативности контрциклической политики в целом. На наш взгляд, успех или отсутствие такого при реализации контрциклической политики очень сильно зависят от степени развитости самой экономики в момент кризиса, от готовности Правительства принимать оптимальные решения, от институциональной среды в целом, а также от многих других сопутствующих элементов. Поэтому оценить саму по себе контрциклическую политику с точки зрения результативно в отрыве от среды, в которой она реализуется, представляется малоэффективным.

Что касается воздействия или последствий контрциклической политики с точки зрения экономического роста, то выводы опять же носят достаточно неоднозначный характер. Судить о восстановительном росте можно только в развитых странах. Однако, в силу участвовавших кризисных явлений, сложно определить в какой момент экономический рост преодолевает границу восстановительного роста и переходит в стадию интенсивного роста. Тем не менее, данная тематика станет предметом наших дальнейших исследований.

Список литературы

1. Алтунбаса, Ю., Л. Гамбакорта и Д. Маркес-Ибаньес, 2014. Влияет ли денежно-кредитная политика на банковский риск? Международный журнал центрального банка Март 2014 г.: 95-135.
2. Бакстер, М. и Р. Кинг, 1993: Налогово-бюджетная политика в условиях общего равновесия. Американский экономический обзор 83(3), 1993: 315-334.

3. Бенмелех, Эфраим и Тобиас Дж.Московиц, 2010. Политическая экономия финансового регулирования: свидетельства законов о ростовщичестве штатов США в 19 веке. Финансовый журнал 65, № 3, 2010: 1029-1073.

4. Били М. Р., 2011. Разрыв в объеме производства и Денежно-кредитная политика при низких процентных ставках. Федеральный резервный банк Канзас – Сити-Экономический обзор, Первый квартал 2011 года: 63-87.

5. Бланшар О.; Перотти Р., 2002. Эмпирическая характеристика динамического влияния изменений государственных расходов и налогов на выпуск продукции. Ежеквартальный экономический журнал, 117(4), 2002: 1329-1368.

6. Блиндер А. С., 1987. Нормирование кредитов и Эффективные сбои в поставках. Экономический журнал 97(386), 1987: 327-352.

7. Блиндер Алан С., 2015. Финансовая энтропия и оптимальность чрезмерного регулирования. Новая Международная финансовая система: Анализ совокупного воздействия реформы регулирования 48, 2015: 3.

8. Буис Р., Л. Равданович, Дж.-П. Ренн, С. Ватанабе и А. К. Кристенсен, 2013. Эффективность денежно-кредитной политики с момента начала финансового кризиса. Рабочий документ Экономического департамента ОЭСР № 1081.

9. Каломирис, Чарльз У. и Стивен Х. Хабер, 2014. Хрупкая по замыслу. Политическое происхождение банковских кризисов и дефицита кредитов. Принстонская экономическая история западного мира, Джоэл Мокир, редактор серии, 2014.

10. Кристиано Л., Айягари С.Р. и М. Эйхенбаум, 1992. Влияние государственного потребления на объем производства, занятость и процентные ставки. Журнал денежной экономики 30(1), 1992: 73-86.

11. Корсетти, Джанкарло, Лука Дедола и Сильвен Ледюк (2010). "Оптимальная денежно-кредитная политика в условиях открытой экономики". Справочник по денежно – кредитной экономике. Том 3. Эльзевир, 2010: 861-933.

12. Де Кастро Фернандес, Ф.; Эрнандес Де Кос, П., 2006, Экономические последствия экзогенных финансовых потрясений в Испании: подход SVAR. Рабочий документ ЕЦБ № 647.

13. Фатас А. и Л. Михов, 2001: Налогово-бюджетная политика и бизнес-циклы: Эмпирическое исследование. Монеда и Кредито 212, 2001: 167-210.
14. Фатас А.; Михов И., 2001, Влияние фискальной политики на потребление и занятость: теория и фактические данные. Дискуссионный документ CEPR № 2760, 2001.
15. Фишер, Стэнли, 1977. Долгосрочные контракты, Рациональные ожидания и Правило оптимальной денежной массы. J. P. E. 85 (февраль 1977): 191-205.
16. Франкель Дж. А., 2011. Денежно – кредитная политика на развивающихся рынках. Фрейдман Б., Вудфорд М. (ред.), Справочник по денежной экономике, Том 3В. Северная Голландия, Амстердам, 2011: 1439-1520.
17. Франкель, Джеффри, 2010. Денежно – кредитная политика на развивающихся рынках. Справочник по денежно – кредитной экономике. Том 3. Эльзевир, 2010. 1439-1520.
18. Джордано Р.; Момильяно С.; Нерии С.; Перотти Р., 2007, Влияние фискальной политики в Италии: данные модели VAR. Европейский журнал политической экономии, 23, 2007: 707-733.
19. Хеппке-Фальк, К. Х.; Тенхофен, Дж.; Вольф, Г. Б., 2006, Макроэкономические последствия внешних шоков фискальной политики в Германии: дезагрегированный анализ SVAR. Deutsche Bundesbank, Дискуссионный документ № 41. 2006.
20. Хименес, Г., С. Онгена, Дж.-Л. Пейдро и Дж. Саурина, 2014. Опасные времена для денежно-кредитной политики: Что говорят двадцать три миллиона банковских кредитов о влиянии денежно-кредитной политики на принятие кредитных рисков? Эконометрика 82 (2), 2014: 463-505.
21. Джошуа Айзенман и Рувим Глик, 2009. Стерилизация, Денежно-кредитная политика и Глобальная финансовая интеграция. Обзор международной экономики, 17(4), 777-801, 2009/ DOI:10.1111/j.1467-9396.2009.00848.x
22. Кроснер Р., Страхан П., 1999. Что Движет Дерегулированием? Экономика и политика ослабления ограничений на филиалы банков. Ежеквартальный журнал экономики, 1999: 1437 – 1467.
23. Мак Геттингем, Д., Морияма, К., Нцама, Дж. Н. Н., Пейнчард, Ф., Ку, Х., Стейнберг, С., 2013. Денежно-кредитная политика на развивающихся рынках: укрощение цикла. Рабочий документ МВФ 13/96., 2013.
24. Миан, Атиф, Амир Суфи и Франческо Треббви, 2010. Политическая экономия расширения низкокачественных ипотечных кредитов. Номер w16107. Национальное бюро экономических исследований, 2010.
25. Миан, Суфи и Треббви, 2013. Политическая экономия расширения низкокачественных ипотечных кредитов. Ежеквартальный журнал политических наук 2013.8, 2013: 373-408.
26. Боль Н., С. Льюис, Т.-Т. Данг, Ю. Джин и П. Ричардсон, 2014. Прогнозы ОЭСР во время и после финансового кризиса: по-смертное исследование. Рабочий документ Экономического департамента ОЭСР № 1107. 2014.
27. Перотти Р, (2004. Оценка последствий фискальной политики в странах ОЭСР. Университет Боккони, Рабочий документ, 2004 год.
28. Фелпс, Эдмунд С. и Тейлор, Джон Б., 1977. Стабилизирующие возможности денежно-кредитной политики в соответствии с рациональными ожиданиями. J. P. E. 85 (февраль 1977): 163-90.
29. Познер Эрик А., 1997. Политическая экономия Закона о реформе банкротства 1978 года. Мичиганское юридическое обозрение 96, № 1 (1997): 47-126.
30. Раджан Р. Г., 2005. Сделало ли финансовое развитие мир более рискованным? Материалы Симпозиума по экономической политике – Джексон – Хоул, Федеральный резервный банк Канзас-Сити, август 2005 г.: 313-369.
31. Раджан, Рагурам Г. и Родни Рамчаран (2011). Избирательные округа и законодательство: Борьба за закон Макфаддена 1927 г. № w17266. Национальное бюро экономических исследований, 2011.
32. Рейнхарт, Кармен М. и Кеннет Рогофф, 2009. На этот раз все по-другому: восемь столетий финансовой глупости. издательство Принстонского университета, 2009.
33. Ромер К. Д. и Д. Ромер, 2010: Макроэкономические последствия налоговых изменений: Оценки, основанные на Новой мере фискальных потрясений. Американский экономический обзор, 100(3), 2010: 763-801.; Мертенс и Равн (2012).

34. Ротемберг, Хулио Дж., 1987. Новые кейнсианские микрооснования. В ежегоднике NBER по макроэкономике за 1987 год под редакцией Стэнли Фишера. Кембридж, Массачусетс.: MIT Press, 1987.

35. Стиглер Г., 1971. Теория экономического регулирования. Журнал Белла по экономике и науке управления, 2(1), 1971: 3-21.

36. Вегх С. А., Вулетин Г., 2013. Преодоление страха свободного падения: изменение денежно-кредитной политики на развивающихся рынках. Рабочий документ NBER 18175. 2013.

37. Яхин Ю., 2008. Финансовая интеграция и цикличность денежно-кредитной политики в малых странах с открытой экономикой. Дискуссионный документ Центра экономических исследований Монастера № 08-11, 2008.

References

1. Altunbasa, Y., L. Gambacorta, and D. Marques-Ibanez (2014). Does monetary policy affect bank risk? *International Journal of Central Banking* March, 2014: 95-135.

2. Baxter, M. and R. King (1993): Fiscal Policy in General Equilibrium. *American Economic Review* 83(3), 1993: 315-334.

3. Benmelech, Efraim, and Tobias J. Moskowitz (2010). The political economy of financial regulation: evidence from US state usury laws in the 19th century. *The journal of finance* 65, no. 3, 2010: 1029-1073.

4. Bili M. R. (2011). Output Gaps and Monetary Policy at Low Interest Rates. *Federal Reserve Bank of Kansas City – Economic Review*, First Quarter 2011: 63-87.

5. Blanchard O.; Perotti R. (2002). An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. *Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 2002: 1329-1368.

6. Blinder A. S. (1987). Credit Rationing and Effective Supply Failures. *The Economic Journal* 97(386), 1987: 327-352.

7. Blinder Alan S. (2015). Financial Entropy and the Optimality of Over-regulation. *The New International Financial System: Analyzing the Cumulative Impact of Regulatory Reform* 48, 2015: 3.

8. Bouis R., L. Rawdanowicz, J.-P. Renne, S. Watanabe, and A. K. Christensen (2013). The effectiveness of monetary policy since the onset of the financial crisis. *OECD Eco-*

nomics Department Working Paper No. 1081, 2013.

9. Calomiris, Charles W., and Stephen H. Haber (2014). *Fragile by design. The political origin of banking crises and scarce credit. The Princeton Economic History of the Western World*, Joel Mokyr, Series Editor, 2014.

10. Christiano L., Aiyagari S. R. and M. Eichenbaum (1992). The output, employment, and interest rate effects of government consumption. *Journal of Monetary Economics* 30(1), 1992: 73-86.

11. Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, and Sylvain Leduc (2010). "Optimal monetary policy in open economies." *Handbook of Monetary Economics*. Vol. 3. Elsevier, 2010: 861-933.

12. De Castro Fernandez, F.; Hernandez De Cos, P. (2006), The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach. *ECB Working Paper #647*.

13. Fatas A. and L. Mihov (2001): Fiscal Policy and Business Cycles: An Empirical Investigation. *Moneda y Credito* 212, 2001: 167-210.

14. Fatas A.; Mihov I. (2001), The effects of fiscal policy on consumption and employment: theory and evidence. *CEPR Discussion Paper # 2760*, 2001.

15. Fischer, Stanley (1977). Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule. *J.P.E.* 85 (February 1977): 191-205.

16. Frankel J.A. (2011). Monetary policy in emerging markets. *Freidman B., Woodford, M. (Eds.), Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3B. North Holland, Amsterdam, 2011: 1439-1520.;

17. Frankel, Jeffrey (2010). Monetary policy in emerging markets. *Handbook of Monetary Economics*. Vol. 3. Elsevier, 2010. 1439-1520.

18. Giordano R.; Momigliano S.; Neri I, S.; Perotti, R. (2007), The effects of fiscal policy in Italy: Evidence from a VAR model. *European Journal of Political Economy*, 23, 2007: 707-733.

19. Heppke-Falk, K.H.; Tenhofen, J.; Wolff, G. B. (2006), The macroeconomic effects of exogenous fiscal policy shocks in Germany: a disaggregated SVAR analysis. *Deutsche Bundesbank, Discussion Paper #41*. 2006.

20. Jimenez, G., S. Ongena, J.-L. Peydró, and J. Saurina (2014). Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on

credit risk-taking? *Econometrica* 82 (2), 2014: 463–505.

21. Joshua Aizenman and Reuven Glick (2009). Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration. *Review of International Economics*, 17(4), 777–801, 2009/ DOI:10.1111/j.1467-9396.2009.00848.x

22. Kroszner R., Strahan P. (1999). What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restriction. *Quarterly Journal of Economics*, 1999: 1437 – 1467.

23. Mc Gettingham, D., Moriyama, K., Ntsama, J.N.N., Painchard, F., Qu, H., Steinberg, C., (2013). Monetary policy in emerging markets: taming the cycle. IMF Working Paper 13/96., 2013.

24. Mian, Atif, Amir Sufi, and Francesco Trebbi (2010). The political economy of the subprime mortgage credit expansion. No. w16107. National Bureau of Economic Research, 2010.

25. Mian, Sufi, and Trebbi (2013). The Political Economy of the Subprime Mortgage Credit Expansion. *Quarterly Journal of Political Science* 2013.8, 2013: 373-408.

26. Pain N., C. Lewis, T.-T. Dang, Y. Jin, and P. Richardson (2014). OECD forecasts during and after the financial crisis: A post mortem. OECD Economics Department Working Paper No.1107. 2014.

27. Perotti R. (2004) Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries. University of Bocconi, Working Paper. 2004.

28. Phelps, Edmund S., and Taylor, John B. (1977). Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations. *J.P.E.* 85 (February 1977): 163-90.

29. Posner Eric A. (1997). The political economy of the Bankruptcy Reform Act of 1978. *Michigan Law Review* 96, no. 1 (1997): 47-126.

30. Rajan R. G. (2005). Has financial development made the world riskier? *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City Aug, 2005: 313-369.

31. Rajan, Raghuram G., and Rodney Ramcharan (2011). Constituencies and legislation: The fight over the mcfadden act of 1927. No. w17266. National Bureau of Economic Research, 2011.

32. Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff (2009). This time is different: eight centu-

ries of financial folly. Princeton university press, 2009.

33. Romer C. D. and D. Romer (2010): The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks. *American Economic Review*, 100(3), 2010: 763-801.; Mertens and Ravn (2012).

34. Rotemberg, Julio J. (1987). The New Keynesian Microfoundations. In *NBER Macroeconomics Annual 1987*, edited by Stanley Fischer. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1987.

35. Stigler G. (1971). The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 1971: 3-21.

36. Vegh C.A., Vuletin, G. (2013). Overcoming the fear of free falling: monetary policy graduation in emerging markets. NBER Working Paper 18175. 2013.

37. Yakhin Y. (2008). Financial Integration and Cyclicity of Monetary Policy in Small Open Economies. *Monaster Center for Economic Research Discussion Paper No. 08-11*, 2008.

Информация о конфликте интересов: авторы не имеют конфликта интересов для декларации.

Conflicts of Interest: the authors have no conflict of interest to declare.

Сандоян Эдвард Мартинович, доктор экономических наук, профессор Российско-Армянского Университета, директор Института Экономики и Бизнеса, (г. Ереван, Армения)

Edward M. Sandoyan, Doctor of Economics, Professor, Russian-Armenian University, Director of the Institute of Economics and Business, (Yerevan, Armenia)

Егиазарян Армен Беньяминович, кандидат экономических наук, доцент Российско-Армянского Университета, Институт Экономики и Бизнеса, доцент кафедры экономической теории и проблем экономики переходного периода, (г. Ереван, Армения)

Armen B. Egiazaryan, PhD in Economics, Associate Professor, Russian-Armenian University, Institute of Economics and Business, Associate Professor at the Department of Economic Theory and Problems of the Economy in Transition, (Yerevan, Armenia)

Восканян Мариам Амбарцумовна, доктор экономических наук, доцент Россий-

ско-Армянский Университет, Институт Экономики и Бизнеса, Заведующая кафедрой экономики и финансов, (г. Ереван, Армения)

Mariam H. Voskanyan, Doctor of Economics, Associate Professor, Russian-Armenian University, Institute of Economics and Business, Head of the Department of Economics and Finance, (Yerevan, Armenia)

Галстян Ани Гамлетовна, Российско-Армянский Университет, Институт Экономики и Бизнеса старший преподаватель кафедры экономики и финансов, (г. Ереван, Армения)

Ani H. Galstyan, Russian-Armenian University, Institute of Economics and Business, Senior Lecturer at the Department of Economics and Finance, (Yerevan, Armenia)

Григорян Гагик Аматуниевич, кандидат экономических наук, FCCA, CIA, PMP, «Grigoryan and Partners LLC», Исполнительный директор, (г. Ереван, Армения)

Gagik A. Grigoryan, PhD in Economics, FCCA, CIA, PMP, "Grigoryan and Partners LLC" Executive Director, (Yerevan, Armenia)