



Visnyk of Dnipro University. Ser. World Economy and International Economic Relations

Visnyk Dniprovskogo Universytetu. Ser. Svitove Gospodarstvo i Mizhnarodni Ekonomichni Vidnosy'ny'

Вестник Днепропетровского университета. Сер. Мировое хозяйство и международные экономические отношения

Visn. Dnipro. Univer. Ser. Svitove Gospodarstvo i Mizhnarodni Ekonomichni Vidnosy'ny'. 2018, 10 (26), S. 41–50

doi 10.15421/181804

ISSN 2617-7722 (print)

www.dnu-wej.dp.ua

УДК336.7.02(1-672)

JEL: JEL: E31; E32; E52; E58; F33.

Article info

Received 24.03.2018

Received in revised

form

07.04.2018

Accepted

11.05.2018

M. I. Makarenko\*

## SILLOVERS OF UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY IN DEVELOPED COUNTRIES

The content of monetary policy novations which were introduced by monetary authorities of the USA, Eurozone and Japan during the great recession is revealed in this article. Their central banks had formed a new regulation model of the monetary sphere that was established in economic literature as "non-traditional monetary policy" (non-standard, unconventional monetary policy).

The Bank of Japan was the first that had taken unconventional monetary measures in anti-crisis regulation practice. In the fight against prolonged deflation in the 1990s the Bank, first of all, sharply reduced the discount rate, and then began to apply quantitative easing, gradually executing several programs for government bond repayment. During the recession, the Fed management in USA suggested some non-standard monetary steps by reducing the rate of federal funds and the discount rate to almost zero, while refinancing of functionally important pension and investment funds was provided. The non-traditional policy of the ECB was implemented in terms of serious lack of liquidity, and debt crisis in some countries – members of the Eurosystem too.

The non-traditional nature of post-crisis monetary policy model was formed with the following features. Firstly, the key goal modification of central banks' activities was made, where as monetary authorities of many countries began to ensure both financial and price stabilities. Secondly, approaches to the use of monetary instruments were non-standard – balancing of market interest rates about zero, as much as possible facing the liquidity demand, preferential credit programs for priority industries and the combination of monetary and macro-prudential policies.

The result of non-traditional policy was complicated functioning of the interest rate channel of monetary transmission and more active usage of credit and foreign exchange channels. The transfiguration of installed monetary regimes was undergone, when the direct inflation targeting was changed to combined, so now the targeted inflation rate is achieved on account of the exchange rate adjustment. In monetary environment with low interest rates and excess liquidity, economic entities formed a certain type of business expectations, when the possible abolition of non-standard measures would require interbank or cross-border capital transferring. In conclusion, the smallest information signals or political events cause high markets volatility, which can undermine an extra effort of central banks to stabilize the economy. Therefore, the next serious problem of future monetary sphere development will be monetary policy normalization, reformation of monetary environment of national and international business in according to new management conditions.

**Keywords:** *unconventional monetary policy, monetary authority, quantitative easing, zero interest rate, excess liquidity, price stability, combined inflation targeting.*

M. I. Макаренко

## ПОБІЧНІ ЕФЕКТИ НЕТРАДИЦІЙНОЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В РОЗВИНЕНИХ КРАЇНАХ

Стаття розкриває характерні риси посткризової моделі грошово-кредитної політики розвинених країн. На прикладі запровадження нестандартних заходів Банку Японії, Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку проводиться порівняльний аналіз змісту та наслідків нетрадиційної монетарної політики для економіки Японії, США та Єврозони. Виявлено фінансові, інституційні та соціально-психологічні побічні ефекти від тривалого використання нетрадиційної моделі політики.

**Ключові слова:** *нетрадиційна грошово-кредитна політика, кількісне пом'якшення, нульова процентна ставка, комбіноване інфляційне таргетування.*

\* Сумський державний університет, м. Суми, Україна;

E-mail: m.makarenko@uabs.sumdu.edu.ua

М. И. Макаренко

## ПОБОЧНЫЕ ЭФФЕКТЫ НЕТРАДИЦИОННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ

Статья раскрывает характерные черты посткризисной модели денежно-кредитной политики развитых стран. На примере внедрения нестандартных мер Банка Японии, Федеральной резервной системы и Европейского центрального банка проводится сравнительный анализ содержания и последствий нетрадиционной монетарной политики для экономики Японии, США и Еврозоны. Выявлены финансовые, институциональные и социально-психологические побочные эффекты от длительного использования нетрадиционной модели политики.

**Ключевые слова:** нетрадиционная денежно-кредитная политика, количественное смягчение, нулевая процентная ставка, комбинированное инфляционное таргетирование.

### Постановка проблеми

У боротьбі з проявами фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр., яку багато зарубіжних науковців вже охрестили «великою рецесією» (по аналогії з великою депресією 1929-1933 рр.), центральні банки та уряди розвинених країн першими вдалися до системи монетарних і фіскальних заходів, які визнані нетрадиційними як для кейнсіанської, так і монетаристської регуляторної парадигми.

Прошло майже десятиліття від початку тодішньої кризи, а наслідки великої рецесії остаточно не подолані й сьогодні. Якщо в макроекономічному відношенні спостерігається помітна динамізація зростання, то монетарний сектор, мабуть, ще не один рік буде болісно абсорбувати нагромаджену за останній час надлишкову ліквідність, балансувати «роздуті» через масштабну емісію активи центральних банків, відроджувати повноцінну дію каналів монетарної трансмісії.

### Аналіз останніх досліджень і публікацій

У вітчизняній і зарубіжній фаховій літературі широко змальовані такі прямі ефекти нетрадиційної грошово-кредитної політики, як насичення економіки достатнім обсягом ліквідності та утримання ринкової процентної ставки на близькому до нуля рівні (Ueda, 2009; Quint, 2017; Kiley, 2018). Започатковано також дослідження позитивних та негативних вторинних наслідків нестандартної політики. Зокрема, йдеться про зростання державної заборгованості через політику кількісного пом'якшення (De Grauwe, 2011), міжнародне поширення експансійних монетарних заходів (Claessens, 2016; Dedola, 2017), ризики зворотного переходу від нетрадиційної до загальноприйнятої грошово-кредитної політики (Habermeier, 2013; Makarenko, 2014). Окремим інституційним наслідком нетрадиційної політики слід визнати модифікацію режиму інфляційного таргетування більшістю центральних банків. З одного боку, країни, що взяли на озброєння режим інфляційного таргетування, виявилися більш стійкими до зовнішніх шоків, спричинених кризою (Makarenko, 2012; Vavra, 2015) З іншого боку, відбулася переоцінка ролі валютної лібералізації для забезпечення дієвості режиму інфляційного таргетування. Так, ряд дослідників (Moiseev, 2017; Buffie, 2018) доводять, що жорсткий контроль обмінного курсу значною мірою підвищує ефективність інфляційного таргетування. При гнучкому курсоутворенні таргетування інфляції тягне за собою високий ризик невизначеності. Крім того, невеликі інфляційні шоки можуть перерости в подальше, набагато більше підвищення інфляції. Обидві проблеми зникають, коли центральний банк фіксує траєкторію номінального обмінного курсу або значною мірою спирається на стабілізаційний ефект режиму керованого плавання.

### Визначення не вирішених раніше частин загальної проблеми

Застосування нестандартних заходів грошово-кредитної політики для подолання таких негативних явищ, як дефляція в економіці, дефіцит ліквідності, зростання частки проблемної заборгованості, банкрутство неспроможних компаній і банків, різнобічно висвітлено у фаховій літературі. Однак кожен додатковий рік продовження надзвичайних, короткострокових за своїм характером методів макроекономічного й монетарного регулювання виявляє все нові побічні ефекти позитивного, негативного і нейтрального характеру, що виявляють неоднозначний вплив на стабільність міжнародної та національних економічних систем.

### Формулювання мети

Метою статті є виявлення новітніх макроекономічних наслідків від тривалого використання нестандартних монетарних заходів шляхом компаративного аналізу

**Виклад  
основного  
матеріалу**

антикризової грошово-кредитної політики центральних банків Японії, США та Єврозони, типологізація отриманих результатів та визначення ризиків для посткризового відновлення економічного зростання.

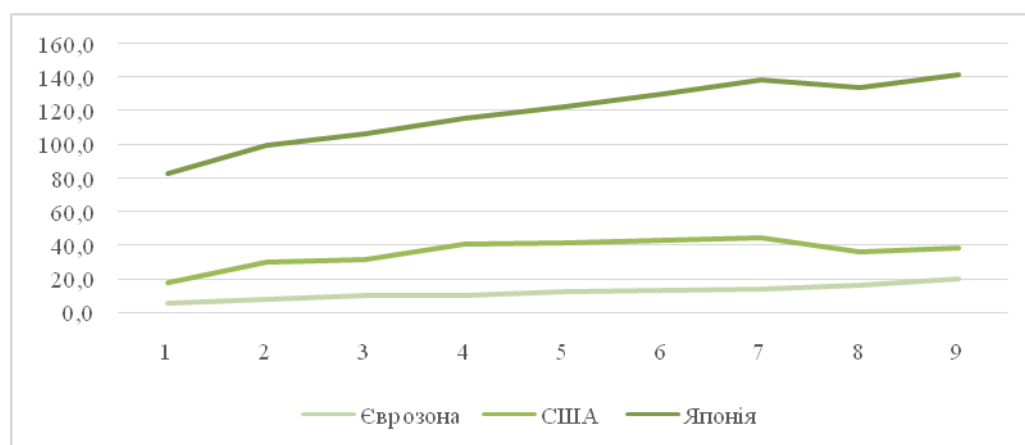
Той процес, що починався як спорадичні сплески турбулентності на іпотечних ринках США 2007 р., зрештою, вилився в глобальну потужну рецесію з далекосяжними наслідками, які зачепили слідом за Сполученими Штатами також економіку Японії, Євросоюзу та інших країн світу. Кілька наступних років відверті спади чергувалися з хвилями відновлення зростання, поєднанням нестабільності реального сектору з курсовими флуктуаціями та борговою кризою. У результаті грошово-кредитна політика центральних банків провідних країн змінила свою економіко-інституційну структуру за такими компонентами монетарного регулювання, як цільовий об'єкт впливу та використаний інструментарій політики, часто виходячи за загальноприйнятті межі функціональних повноважень монетарної влади.

До кризи центральні банки країн з розвинутою економікою проводили свою діяльність у традиційному руслі. Грошово-кредитна політика відзначалася передбачуваністю і прозорістю, а її трансмісійний механізм був цілком зрозумілим для монетарної влади і суб'єктів фінансового ринку. Ключовим інструментом політики залишалася короткострокова процентна ставка, а грошові агрегати та обмінний курс були за великим рахунком похідними від первинного інструменту. Прозора функція реакції Центрального банку (або широке монетарне правило) ґрунтувалася на ринкових очікуваннях майбутніх процентних ставок. Добре функціонуючий арбітраж забезпечував передачу фактичних та очікуваних змін короткострокових ставок уздовж Кривої прибутковості державних облігацій та інших активів, включаючи банківські кредити. Наявність жорсткості номінальної ціни активів проектувала зрушення, спричинені коливаннями грошового ринку, на реальну процентну ставку, яка, в свою чергу, безпосередньо впливала на такі макроекономічні змінні, як споживання та інвестиції. Трансмісія імпульсів політики безперебійно здійснювалася через вплив зміни процентних ставок, через кредитний канал, канал обмінного курсу і канал багатства.

Що ж змінилося в процесі запровадження антикризової грошово-кредитної політики? Чому цього разу вона виявилася нетрадиційною для монетарної теорії мейнстріму та практики, заснованій на ліберальному підході до державного втручання в перебіг економічних процесів?

Центральні банки США, Великобританії, Японії та Єврозони ухвалили низку заходів нетрадиційної грошово-кредитної політики з двома широкими цілями (Habermeier, 2013). Першим завданням було відновлення функціонування механізму фінансових ринків та їх посередників. Друге полягало в забезпеченні дієвості грошово-кредитної політики при процентній ставці, близькій до нуля. Ці дві цілі є взаємопов'язаними, оскільки обидві в кінцевому рахунку спрямовані на забезпечення макроекономічної стабільності. Але кожна використовує різні інструменти: перша орієнтується на цільове забезпечення ліквідності та купівлю приватних активів, а друга – на управління ціною фінансових активів через придбання державних облігацій.

Першими запровадили нетрадиційну грошово-кредитну політику в сучасному її варіанті японці. Із середини 90-х років минулого століття Японія вступила в затяжну фазу дефляції, яка почалася ще до азійської фінансової кризи 1997-1998 рр. Намагаючись адекватно реагувати на уповільнення темпів економічного зростання та цінової динаміки, Банк Японії різко низив облікову процентну ставку з 6,00 % у серпні 1990 р. до 0,50 % у серпні 1995 р. Однак стимулююча політика не дала бажаного ефекту, оскільки через два роки розпочалась відома азійська фінансова криза. По її завершенні Японія вступила в смугу затяжної перманентної дефляції, коли протягом 1999-2003 рр. приріст індексу споживчих цін не перевищував 0 % (рис. 1). Натомість (Ueda, 2009) центробанк у квітні 1999 р. запровадив не просто політику нульової процентної ставки (ZIRP – Zero interest rate policy) за короткостроковими ставками, але й для стабілізації споживчих очікувань взяв зобов'язання не змінювати її до завершення дефляційного періоду.



**Рис. 1. Темпи інфляції та базова дисконтна ставка в Японії, % (Worldbank, 2018)**

У серпні 2000 р. Банк Японії, сподіваючись на позитивну макроекономічну динаміку, підвищив ставку овернайт до 0,25 %. Однак світова криза високотехнологічних компаній 2001 р. розвіяла сподівання щодо найближчого поліпшення ситуації.

У підсумку Банком Японії були проведені ще більш радикальні заходи у вигляді триразового зниження базової дисконтної ставки протягом 2001 р. – з 0,50 до 0,35, 0,25 та, зрештою, до 0,10 %. Проте підвищення темпів інфляції як ознака подолання дефляційного тренду відзначалося лише напередодні фінансово-економічної кризи у 2006-2008 рр. (див. рис. 1).

Балансування економіки на межі спрацьовування «пастки ліквідності» змусило Банк Японії поряд з політикою нульової процентної ставки задіяти інший інструмент нетрадиційної грошово-кредитної політики – кількісне пом'якшення (quantitative easing of Japan – QEJ), започатковане з березня 2001 р. Японська модель кількісного пом'якшення ґрунтувалася на трьох таких стовпах:

1) позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу дозволяло мати достатній запас ліквідності шляхом стерилізації валютного ринку і поповнення офіційних резервів, зробивши курс операційною ціллю політики;

2) Банк Японії зобов'язався в достатній кількості постачати ліквідність на ринок, доки індекс споживчих цін не досягне 0 чи стане вищим;

3) регулятор час від часу збільшував обсяг купівлі японських державних облігацій (Japanese Government Bonds – JGBs), використовуючи їх як інструмент поповнення ліквідності. Було з'ясовано, що перевищення цільового сальдо поточного рахунку понад рівень обов'язкових резервів, як правило, потребуватиме встановлення ставки близько 0 %.

Докризисний етап кількісного пом'якшення за японською версією завершився у травні 2006 р. Але вихід на додатні значення темпів інфляції виявився тимчасовим, не набувши характеру усталеної тенденції.

Світова криза 2008 р. і наступне відродження дефляційних процесів упродовж 2009-2011 рр. (див. рис. 1) змусили Банк Японії поновити застосування різних нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики. У жовтні 2010 р. було оголошено новий широкий пакет монетарних заходів, що включав придбання ризикованих активів, а також збільшення закупівель державних облігацій. У квітні 2013 р. Банк Японії ухвалив ще одну дворічну програму кількісного пом'якшення, спрямовану на «розігрівання» інфляційних очікувань шляхом подвоєння монетарної бази до 270 трлн єн, що на 50 % більше номінального ВВП країни (BOJ, 2014). Проте до 2016 р. включно дефляція залишалася повновладною господаркою на теренах японської економіки, змінившись у 2017 р. (за попередніми даними) інфляцією з темпом близько 1 % та прогнозованим фахівцями МВФ нарощуванням інфляційних процесів у наступні 3 роки.

Американська специфіка застосування нетрадиційної грошово-кредитної політики полягала в тому, що й так низькі ключові ставки в докризовий період практично нікуди було знижувати під час кризи. Тому дисконтна ставка та ставка федеральних фондів тривалий час залишались на вкрай низькому рівні. Звідси невідворотно поставало питання: як управляти ринковими ставками за умови хронічно низьких ключових ставок Федеральної резервної системи (ФРС)? Тому в антикризовому сенсі США широко використовували кількісне пом'якшення як розширення викупу активів, що втратили ліквідність у результаті кризових явищ на фінансових ринках. Істотної зміни набули функції Системи рахунків відкритого ринку – СРВР (System Open Market Account – SOMA), через яку реалізувалася програма викупу активів. ФРС традиційно проводила операції з купівлі-продажу американських казначейських векселів для впливу на короткострокові процентні ставки грошового ринку. У період із жовтня 2008 р. по жовтень 2014 р., після фінансового краху, вона також придбала значні обсяги довгострокових Казначейських облігацій США, щоб підштовхнути довгострокові процентні ставки до зниження з метою стимулювати поживлення економіки. ФРС також придбала велику кількість іпотечних цінних паперів системно важливих інституцій – Фанні Мей, Фредді Мак і Джинні Мей, щоб підтримати ринок житла і збільшити фінансування іпотеки. Наприкінці 2008 р. внутрішній портфель СРВР нараховував цінних паперів на суму 496 млрд дол. за прямими угодами та 80 млрд дол. за угодами РЕПО. Зовнішній портфель СРВР формувався в недоларових активах, номінованих в євро та японських єнах, і дорівнював на кінець 2008 р. 25 млрд дол. Для ефективного впливу на довгострокові ставки грошового ринку ФРС довелося збільшувати частку довгострокових казначейських векселів США у внутрішньому портфелі Системи рахунків відкритого ринку. За період активної фази політики кількісного пом'якшення обсяг векселів з терміном погашення понад 3 роки зріс у портфелі СРВР з 274,9 до 1653 млрд дол. (рис. 2), тобто збільшився у 6 разів, а їх частка на ринку підвищилася з 57,8 % до 99,7 %.

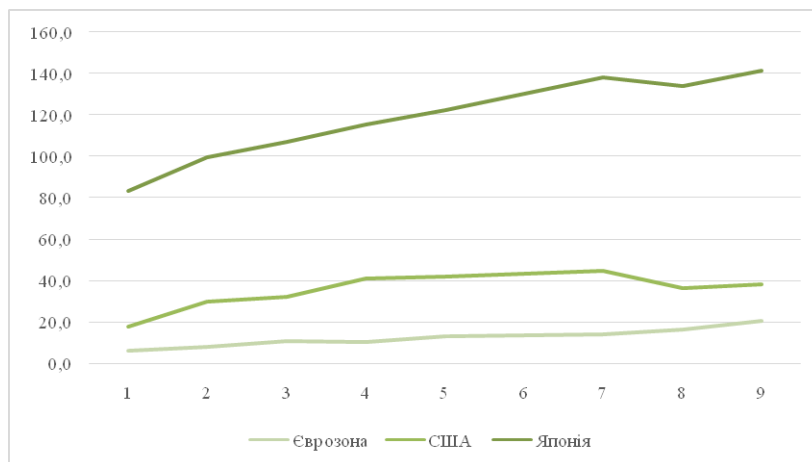


Рис. 2. Структура ринку казначейських векселів США за терміном погашення (на кінець року), % (FRB, 2013)

Усвідомлюючи дещо незвичайний характер тодішньої грошово-кредитної політики, монетарна влада США неодноразово ставила питання про повернення політики в традиційне русло. Попереднє обговорення підходів до політичної нормалізації відбулось у 2011 р., а більш розширене – у вересні 2014 р. Федеральний комітет відкритого ринку (Federal open market committee – FOMC) прийняв заяву про принципи і план нормалізації політики [FOMC, 2014], де в обережній формі виклав своє бачення щодо часових меж застосування нетрадиційних монетарних заходів та основний зміст політики нормалізації. По-перше, передбачалося, що Комітет зважено визначатиме терміни і темпи політики нормалізації, тобто кроки щодо підвищення ставки федеральних фондів та інших короткострокових процентних ставок до природних рів-



нів та щодо зменшення вкладень у цінні папери ФРС з метою виконання її статутного мандату із забезпечення максимальної зайнятості та цінової стабільності. По-друге, декларувалося, що скорочення вкладень у цінні папери ФРС необхідно проводити на поступовій і передбачуваній основі, в першу чергу, припинивши рефінансування основного боргу за цінними паперами у СРВР. По-третє, надалі FOMC планував тримати в Системі рахунків відкритого ринку цінних паперів рівно стільки, скільки потрібно для імплементації ефективної монетарної політики, зосередившись переважно на операціях з короткостроковими казначейськими векселями. По-четверте, стверджувалося, що Комітет готовий коригувати деталі свого підходу до нормалізації політики у світлі подій поточного економічного і фінансового розвитку. Однак ніби очевидне посткризове відновлення економіки США супроводжувалося збереженням значних розривів між фактичним та потенційним ВВП, тобто недовикористанням виробничого потенціалу економіки при невисокій інфляції та неухильному зниженні рівня безробіття (табл. 1). У підсумку серед суб'єктів ринку сформувалися специфічні очікування щодо незначної інфляції та відповідно досить низьких процентних ставок, що диктувало певну модель поведінки інвесторів на фінансових ринках, при якій сегмент ринку облігацій мав би залишатися малопривабливим через низьку прибутковість, тоді як операції на ринку акцій виглядали перспективними.

**Таблиця 1. Макроекономічні показники розвитку США у посткризовий період, % (IMF, 2017)**

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приріст реального ВВП	2,53	1,60	2,22	1,68	2,57	2,86	1,49
Розрив між фактичним і потенційним ВВП	-3,40	-3,06	-2,17	-1,92	-1,10	0,01	-0,10
Відношення загальних інвестицій до ВВП	18,39	18,55	19,35	19,76	20,15	20,43	19,69
Темп інфляції	1,64	3,14	2,07	1,47	1,61	0,12	1,28
Рівень безробіття	9,61	8,93	8,08	7,37	6,17	5,26	4,90

Отже, незважаючи на макроекономічну стабілізацію, практичні кроки керівництва ФРС були досить обережними, іноді непослідовними, що зумовлювалось істотною волатильністю ринків. Підтвердженням такої неусталеності можуть служити різкі коливання фондового ринку США на початку 2018 р. Так, після багатьох місяців впевненого зростання лише протягом тижня з 29 січня по 2 лютого відбулося обвальне падіння американського індексу Dow Jones, що стало найбільшим із жовтня 2008 року, коли індекс втратив 1874 пунктів. Тільки за один день 2 лютого індекс Dow Jones обвалився на 666 пунктів або 2,5 %. Таке різке зниження основного американського біржового індексу фахівці пов'язували з невдалою комунікаційною політикою уряду США. Напередодні Міністерство зайнятості країни оголосило, що зарплати американців зростають швидше, ніж прогнозувалося, а значить, зайва грошова маса може прискорити інфляцію. Крім того, дилери побоювалися, що ФРС може підняти облікову ставку раніше, ніж планувалося, і це підвищення виявиться більшим за очікуване. Імовірно, що після цих подій керівництво ФРС буде ще більш зважено рухатися по шляху подолання наслідків нетрадиційної грошово-кредитної політики.

Загострення фінансової кризи в Єврозоні в 2009 та 2011 рр. змусило керівництво Євросистеми (та й усього ЄС) глибоко переосмислити стан європейської валютної інтеграції, тверезо оцінити перспективи розвитку доцентрових та відцентрових процесів серед країн-учасниць, запровадити низку нетрадиційних заходів на посилення дієвості монетарної політики Європейського центрального банку (ЄЦБ).

Завдання збереження зони євро як ядра європейської інтеграції впливало з наслідків боргової кризи, які загрожували виходом з її складу країн з високим державним боргом та незбалансованим бюджетом, що загрожувало монетарною нестабільністю для всіх учасників. Особливо боргова проблема загострилася під час

другої хвилі кризи. На кінець 2010 р. відношення загальної суми державного боргу до ВВП становило у Греції 146,25 %, Італії – 115,41 %, Португалії – 96,18 %, Кіпру – 55,80 % (IMF, 2017). Проведена фіскальна консолідація та реструктуризація державної заборгованості дозволили трансформувати значну частку боргових зобов'язань з короткострокових у середньо- та довгострокові, однак загальна сума боргу відтак не зменшилась, а, навпаки, продовжувала зростати. За період 2010-2016 рр. відношення державного боргу до ВВП збільшилось у Кіпру в 1,93 рази, Іспанії – 1,65, Португалії – 1,36, Греції – 1,24, Італії – 1,15 рази. Лише Ірландія з 2013 р. почала опановувати негативну боргову динаміку (табл. 2).

**Таблиця 2. Відношення валового державного боргу до ВВП у деяких країнах-членах Єврозони, % (IMF, 2017)**

Країна	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Греція	146,25	172,10	159,59	177,95	180,94	179,35	181,61
Ірландія	86,07	110,39	119,73	119,61	104,71	77,07	72,92
Іспанія	60,07	69,46	85,67	95,46	100,44	99,84	99,38
Італія	115,41	116,52	123,36	129,02	131,78	132,05	132,62
Кіпр	55,80	65,22	79,27	102,21	107,12	107,51	107,80
Португалія	96,18	111,39	126,22	129,04	130,59	128,99	130,35

Внесок ЄЦБ у розв'язання боргової проблеми полягав у широкомасштабному виконанні функції кредитора останньої інстанції, оскільки емітовані національними урядами боргові зобов'язання потребували монетарного забезпечення з боку головної грошово-кредитної інституції (De Grauwe, 2011). Для уникнення поширення кризи ЄЦБ гарантував, що кошти завжди будуть доступні для виплати власникам державних облігацій. До недавнього часу він неухильно виконував цю роль чи безпосередньо, купуючи державні облігації, чи опосередковано, шляхом прийняття державних облігацій як заставу при наданні ліквідності для банківської системи. Однак неогрунтована монетизація боргів окремих країн загрожувала, з одного боку, інфляційною емісією грошової маси, а, з іншого – поглибленням міждержавних диспропорцій та посиленням суперечностей між країнами-дебіторами й кредиторами. У результаті для подолання боргової кризи були створені та спрацювали такі нові інституції, як Європейський фонд фінансової стабільності та Європейський механізм фінансової стабільності, забезпечивши проведення фіскальної консолідації в країнах – основних боржниках. ЄЦБ при цьому виконував допоміжну функцію постачальника необхідної ліквідності.

Від початку кризи з метою насичення фінансового ринку ліквідністю ЄЦБ вжив низку заходів експансійного характеру. У першу чергу в межах поточної процентної політики була знижена ключова ставка з 4,25 % до 1 % за період із жовтня 2008 до травня 2009 р., пізніше продовживши зниження до 0,15 % у червні 2014 р. (ЕЦБ, 2015). Крім того, банки отримали широкий доступ до каналів рефінансування за фіксованою ставкою при наявності адекватної застави. Кошти надавались шляхом проведення основних та довгострокових операцій рефінансування. Причому, строковість рефінансування послідовно зростала з 3 місяців до 6 та 12 місяців, а наприкінці 2011 та на початку 2012 р. було проведено два потужних «Вливання» коштів терміном на 3 роки, які в сумі перевищили 1 трлн євро. Відповідно до умов Системи надзвичайної підтримки ліквідності (emergency liquidity assistance – ELA) рефінансування надавалося проблемним установам з метою уникнути резонансних банкрутств системоутворюючих фінансово-кредитних інституцій, що могло підірвати стабільність розвитку національної та європейської економіки.

Ці та інші заходи кредитного і кількісного пом'якшення, вжиті ЄЦБ на європейському грошово-кредитному ринку (разом з фіскальними та структурними кроками виконавчої влади), зрештою, привели до деякого пожвавлення виробництва в наступні роки, проте темпи приросту реального ВВП залишалися доволі низькими (на

відміну від США) (WIMF, 2017). Зниження світових цін на енергоносії, що помітно проявилось з 2014 р., справило вплив, насамперед, на зниження темпів інфляції, але не призвело до розширення сукупного попиту. Як і раніше, рівень безробіття тримався на високій позначці, резервні виробничі потужності уводилися в дію досить повільно (табл. 3). Незважаючи на періодичне послаблення курсу євро відносно долара США, британського фунта, швейцарського франка та інших валют, тривалий час не давало відчутного ефекту в галузі підвищення цінової конкурентоспроможності європейських товарів і відповідного розширення зовнішнього попиту.

**Таблиця 3. Посткризове відновлення економіки Єврозони, % [IMF, 2017]**

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приріст реального ВВП	2,08	1,60	-0,89	-0,25	1,33	2,01	1,79
Розрив між фактичним та потенційним ВВП	-1,28	-0,49	-1,94	-2,81	-2,43	-1,90	-1,31
Відношення інвестицій до ВВП	20,97	21,53	20,07	19,60	19,90	19,97	20,30
Темп інфляції	2,22	2,75	2,22	0,85	-0,17	0,23	1,14
Рівень безробіття	10,21	10,21	11,39	12,00	11,62	10,87	10,01
Відношення валового державного боргу до ВВП	83,85	86,12	89,48	91,36	91,88	90,05	89,00
Відношення структурного дефіциту державного бюджету до потенційного ВВП	-4,70	-3,89	-2,10	-1,26	-1,12	-0,91	-0,79

Попередні дані 2017 р. свідчать про річне підвищення ВВП на 2,2 % завдяки активізації приватного споживання та зниженню безробіття, що означає поступове нарощування економічної динаміки та вихід угруповання на траєкторію сталого зростання. Проте хоча поживалення відбувається вже майже 5 років, до повного подолання наслідків кризи ще далеко. На відміну від США та Великої Британії, рівень безробіття залишається вищим природного значення, а темпи підвищення заробітної плати – досить повільними із загрозою подовження періоду низької інфляції.

Усе це підтверджує думку, що макроекономічна стабілізація в Єврозоні значною мірою залежить від подальшої політики ЄЦБ, м'якого зваженого переходу до згортання нетрадиційних грошово-кредитних заходів. На тлі можливого підвищення процентних ставок ФРС відповідні дії ЄЦБ доведеться проводити з деяким часовим лагом, хоча це й може негативно відобразитися на обмінному курсі євро.

Зважаючи на анемічний характер макроекономічного відновлення в зоні євро, перед ЄЦБ постає завдання модернізувати свою грошово-кредитну політику, спрямувавши її вістря на підтримання економічного піднесення монетарними засобами. По-перше, залишкові прояви дефляційної тенденції через непевну динаміку заробітної плати наводять на думку про можливість безпечного продовження ще деякий час активності на ринку цінних паперів у формі розширеної купівлі номінованих у євро цінних паперів інвестиційного класу, випущених урядами та установами Єврозони, та європейськими інституціями на вторинному ринку. По-друге, опинившись у «ліквідній пастці» через низькі рівні ключових процентних ставок, мимоволі доведеться їх поступово підвищувати, оскільки макроекономічна ситуація диктує необхідність поновлення дії процентного каналу трансмісійного механізму. По-третє, потрібна ефективна взаємодія з Єврокомісією в частині пом'якшення фіскального тиску на економіки країн, до яких вжито суворих заходів боргової політики, оскільки соціальна напруга в них та політична непопулярність програм бюджетної санації може обернутися посиленням загрози цілісності Єврозони.

Між тим серйозний вторинний ефект від кількісного пом'якшення у формі збільшення зобов'язань органів центрального уряду та монетарної влади існує не лише в Єврозоні. Уряд Японії традиційно відрізняється напрацьованою практикою залучення коштів на фінансовому ринку, через що чисті вимоги у відношенні до ВВП за 2008-2016 рр. зросли в 1,70, США – 2,16, Єврозони – 3,36 рази (рис. 3).



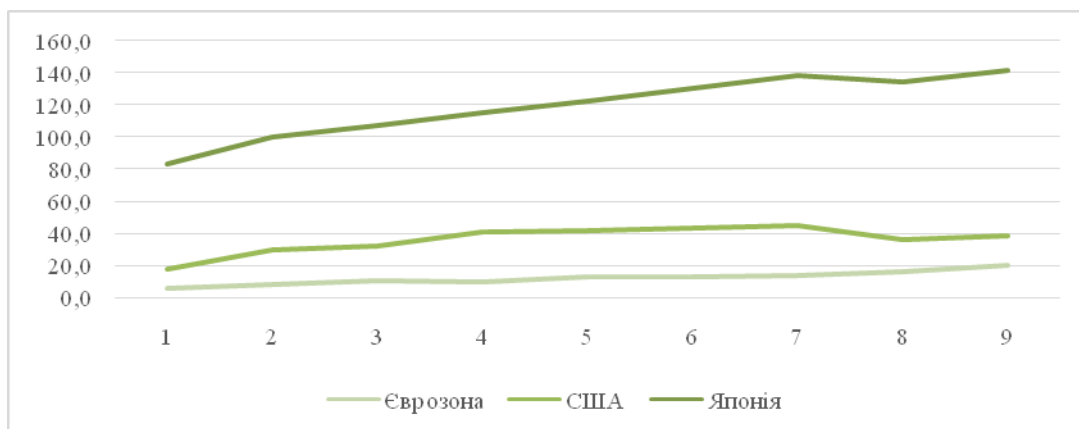


Рис. 3. Чисті вимоги до центральних урядових установ у відношенні до ВВП, % (Worldbank, 2018)

Окрему проблему в контексті наслідків нетрадиційної грошово-кредитної політики становлять її інституційні ефекти, які стосуються зміни архітектури монетарного регулювання. Спрямовані регуляторні заходи на підтримання певного рівня інфляції чи обмінного курсу до кризи визначало монетарний устрій з відповідними йому номінальним якорем та набором інструментів політики. Усе більшого поширення в світі набував режим інфляційного таргетування, а мета цінової стабільності була прописана в банківському законодавстві більшості країн. Проте вжиття нестандартних заходів грошово-кредитної політики видозмінило усталені монетарні устрої, у тому числі й інфляційне таргетування, яке набуло характеру гібридного, комбінованого режиму (на відміну від прямого), що переважало в докризовий період. Для нього притаманна розмита архітектура монетарної політики з подвійним мандатом центрального банку щодо цінової та фінансової стабільності, а також відхід від інфляції як прямого і єдиного таргету з паралельним контролем грошових агрегатів та керованим плаванням у курсоутворенні.

**Висновки та перспективи подальших досліджень**

Сформована у посткризовий період модель грошово-кредитної політики розвинених країн істотно відрізняється від докризового її варіанту. Цільова спрямованість політики як сфери діяльності центральних банків часто поєднує цінову стабільність з фінансовою, яка лежить в площині макро- та мікропруденційного регулювання. Інструментами нетрадиційної грошово-кредитної політики послужили балансування номінальних процентних ставок близько нульової позначки, кількісне пом'якшення, викуп токсичних активів банків, купівля казначейських зобов'язань з метою підвищення попиту на них та збільшення їх доходності.

Функціональна неспроможність процентного каналу монетарної трансмісії та, як наслідок, активізація кредитного й валютного каналів змусили центральні банки видозмінити усталені режими грошово-кредитної політики – пряме інфляційне таргетування поступилося місцем комбінованому, де поряд з номінальним якорем цінової стабільності визнається можливість контролю валютного ринку в умовах надвисокої транскордонної мобільності капіталів та волатильності обмінних курсів.

Часовими межами нетрадиційних заходів монетарної політики слід визнати короткостроковий період, коли особливо гострими постають проблеми нестачі ліквідності, високих процентних спредів та стискання сукупного попиту у супроводі дефляційних процесів. Проте, як свідчить досвід Японії, повна ремісія економіки з використанням нетрадиційної політики може тривати не один десяток років.

До побічних ефектів негативного характеру слід зарахувати ризик нових фінансових бульбашок, наслідки «роздутого» балансу центральних банків, ризик розкручування інфляції, підвищення волатильності фінансових ринків та слабку керованість переходу від нетрадиційної до усталеної моделі грошово-кредитної політики через сформований специфічний тип ділових очікувань суб'єктів економіки.

**Бібліографічні посилання**

- Bank of Japan (BOJ) (2014). Statement on Monetary Policy, September 4. [online] Available at: [https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche\\_minu/...2014/g140904.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/...2014/g140904.pdf).
- Buffie, E., Airaud, M., Zanna, F. (2018). Inflation targeting and exchange rate management in less developed countries. *Journal of International Money and Finance*, 81, 159-184.
- Claessens, S., Stracca, L. (2016). International Dimensions of conventional and Unconventional Monetary Policy. *Journal of International Money and Finance*, 67, 1-7.
- De Grauwe, P. (2011). Only a More Active ECB Can Solve the Euro Crisis. [online] Available at: <http://www.ceps.eu/system/files/book/2011/08/CEPS%20PB%20No%20250%20PDG%20on%20the%20ECB.pdf>
- Dedola, L., Riolto, G., Stracca, L. (2017). If the Fed Sneezes, Who Catches a Cold? Working Paper Series, 2050. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2050.en.pdf?bc8976421251cc13a084595cade810ef>
- European Central Bank (ECB) (2015). Economic Bulletin, 1. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201501.en.pdf?00a7adc1efae4d783a361c345c8a329>
- Evans, C., Fisher, J., Gourio, F., Krane, S. (2015). Risk Management for Monetary Policy Near the Zero Lower Bound. [online] Available at: [https://www.chicagofed.org/~media/publications/working-papers/2015/wp\\_2015-03-pdf.pdf](https://www.chicagofed.org/~media/publications/working-papers/2015/wp_2015-03-pdf.pdf).
- Federal Reserve Bank of New York (FRB) (2013). Domestic Open Markets Operations During 2012. [online] Available at: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/omo/omo2012-xlsx.xlsx>
- Federal Open Market Committee (FOMC) (2017). FOMC issues addendum to the Policy Normalization Principles and Plans. [online] Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetarv20170614c.htm>
- Gambetti, L., Musso, A. (2017). The Macroeconomic Impact of the ECB's Expanded Asset Purchase Programme (APP). Working Paper Series, 2075. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp.2075.en.pdf>
- Habermeier, K., Jacome, I., Mancini-Griffoli, T., etc. (2013). Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects. [online] Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>
- International Monetary Fund (IMF), (2017). World Economic Outlook Databases (WEO). [online] Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/WEOOct2017all.xls>
- Kiley, M. (2018). Quantitative Easing and the «New Normal» in Monetary Policy. Finance and Economics Discussion Series. Federal Reserve Board, Washington, 004, 40.
- Makarenko, M. I. (2012). Inflacijne tarhetuvannja i makroekonomična dynamika: postkryzovij analiz [Inflation Targeting and macroeconomic dynamics: the post-crisis analysis]. *Aktualni problemi ekonomiky*, 11 (137), 73-79 (in Ukrainian).
- Makarenko, M. I. (2014). Ryzky postkryzovoji normalizaciji hrošovo-kredytnej polityky [The Post-crisis Normalization Risks of Monetary Policy]. *Problemy i perspektyvy rozvytku bankivs koji systemy Ukrajinjy*, 40, 12-18 (in Ukrainian).
- Moiseev, S. (2017). Odisseja infljacionnogotargetirovanija: k novym vyzovamdeněžhno-kreditnoj polityki [The Odyssey of Inflation Targeting: To New Challenges of Monetary Policy]. *Voprosy Jekonomiki*, 10, 50-71 (in Russian).
- Quint, D., Tristani, O. (2017). Liquidity Provision as a Monetary Policy Tool: the ECB's Non-standard Measures After the Financial Crisis. Working Paper Series, 2113. [online] Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2113.en.pdf?04f6a2ff892cf05d807271db99abaac6>
- Ueda, K. (2009). Non-Traditional Monetary Policies: G7 Central Banks during 2007-2009 and the Bank of Japan during 1998-2006. [online] Available at: <http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/dp/2009/2009cf692.pdf>.
- Vavra, D. (2015). Dosvid infljacijnoho tarhetuvannja: uroky dlja Ukrajinjy [Experience of Inflation Targeting: Lessons for Ukraine]. *Visnyk nacionalnoho banku Ukrajinjy*, 9, 40-57 (in Ukrainian).
- World bank (2018). World Development Indicators. [online] Available at: [http://databank.worldbank.org/data/download/WDI\\_excel.zip](http://databank.worldbank.org/data/download/WDI_excel.zip)