
РОЗДІЛ 11

МОДЕРНІЗАЦІЯ МОНЕТАРНОГО ВПЛИВУ НА НАЦІОНАЛЬНУ ЕКОНОМІКУ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

І.А. Ломачинська

11.1. Еволюція монетарної політики та передумови її трансформації в умовах глобалізації

Становлення сучасної монетарної політики починається з класичного золотого стандарту (1880–1914 рр.), коли на центральні банки (ЦБ) була покладена функція забезпечення конвертування національної валюти у золото по фіксованому курсу, а також використання облікової ставки для прискорення адаптації національної економіки до шоків платіжних балансів. Золотий стандарт виник з більш раннього біметалічного режиму, і в цей період всі країни визначали обмінні курси своїх валют до золота, після чого всі паперові гроші підлягали конвертації в золото. Ключова роль ЦБ полягала в підтримці конвертованості валют в золото за фіксованим курсом. Золотий стандарт також мав на увазі, що центральні банки використовують свої облікові ставки для прискорення адаптації національної економіки до зовнішніх шоків платіжного балансу, тобто стандарт передбачав, що вони слідуєть «правил гри».

Головним завданням центрального банку в епоху класичного золотого стандарту була підтримка незмінного паритету між національною валютою і золотом. Для збереження паритету він потребував відповідного обсягу резервних активів – монетарного золота. Зовнішня макроекономічна рівновага зберігалась, якщо ЦБ не

купував і не втрачав надто швидкими темпами золоті резерви. Іншими словами, центральний банк прагнув виключити різкі коливання в платіжному балансі. У зв'язку з тим, що надлишок або дефіцит платіжного балансу фінансувався через транспортування золота, щоб уникнути великих переміщень металу монетарні влади проводили політику, яка урівнювала міжнародний нетто-потік капіталу і сальдо торгового балансу. Іншими словами, нерезервних компонент надлишку (або дефіциту) балансу руху капіталу приводився у відповідність з дефіцитом (або надлишком) балансу поточних операцій. Основними інструментами, за допомогою яких регулювався платіжний баланс, були облікова ставка ЦБ та інтервенції на ринку золота.

Далі значущий вплив на розвиток монетарних механізмів відіграла поява в межах неоліберальної економічної течії монетаризму як альтернативи кейнсіанству, в основі якого визнання економічної свободи як основи всіх інших свобод у суспільстві, відсутність альтернативи ринковому механізму, невтручання держава в економіку і мінімізація «вмонтованих стабілізаторів», грошова маса і пропозиція грошей є чинники, що істотно впливають на функціонування і розвиток економіки. Назву теорії дав К. Брунер, а М. Фрідмен [1-2] визначив монетаризм як позитивну теорію, а, отже, орієнтовану на практику. І дійсно, в 1970–1980-ті роки його ідеї успішно реалізувалися в економічній політиці США і Великої Британії – країни досягнули суттєвого успіху у боротьбі з інфляційними процесами на основі встановлення високого банківського відсотка, утримання зростання зарплати і навіть її зниження.

В результаті сформувалося сучасне розуміння монетарної політики як комплексу заходів, які здійснює держава в особі центрального банку у сфері грошового та фінансово-кредитного секторів, спрямованих на досягнення визначених стратегічних цілей економічного розвитку країни: низькі темпи інфляції, стабільність національної валюти щодо курсового співвідношення з іншими валютами, зовнішньоекономічна рівновага, високий рівень зайнятості. Слід зазначити, що не можна водночас досягнути всіх цих стратегічних цілей оскільки окремі з них несумісні між собою, а між різними інструментами можуть виникати певні протиріччя, які заважають їх одночасному застосуванню на мікро- та макрорівні.

Передачі змін у використанні інструментарію монетарної політики ЦБ для впливу фінансова сфера економіки і в подальшому – на макроекономічну ситуацію через сукупність каналів (ланцюгів проміжних змінних) та зв'язків прямої й зворотної дії визначає трансмісійний механізм як процес, через який монетарна політика ЦБ впливає на макроекономічні змінні, зокрема, на ціноутворення та ділову активність. Центральний банк кожної країни розробляє модель трансмісійного механізму монетарної політики з урахуванням національних особливостей економіки, основними серед яких є: масштаб економіки країни, її відкритість, рівень розвитку та структура фінансового ринку, інструментарій монетарної політики кожної країни тощо.

У процесі дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики чітко виокремлюються два етапи – фінансовий і реальний сектори економіки. У фінансовому секторі економіки ця дія полягає в сукупному впливі інструментів монетарної політики на об'єкти монетарного сектору економіки: обсяг грошової маси – пропозиція грошей, вартість грошей – відсоткові ставки, рівень інфляції, валютний курс грошової одиниці тощо; у реальному секторі економіки – на витратах суб'єктів господарювання і домогосподарств та на сукупному попиті, що призводить до коригування рівня зайнятості, темпів економічного зростання та інших макроекономічних змінних.

Для досягнення цілей грошово-кредитної політики використовуються різні напрями впливу та різні інструменти, але співвідношення між застосуванням цих інструментів завжди визначається певним етапом економічного розвитку та конкретними цілями грошово-кредитної політики на такому етапі. При цьому основними направами грошово-кредитного регулювання є: відсоткова політика, кредитна політика (рефінансування комерційних банків), резервна політика – визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків, операції з цінними паперами на відкритому ринку, валютна політика, операції з депозитними сертифікатами ЦБ, управління золотовалютними резервами тощо.

Втім, модернізація банківських систем і фінансові інновації з часом, а сьогодні глобалізація і діджиталізація обумовили нестабільність та невизначеність швидкості обігу грошей [3–5].

В результаті традиційне монетарне регулювання щодо забезпечення стабільності національної валюти та економічного зростання на основі контролю державою грошової маси втрачає актуальність.

З 1990-их рр., починаючи з Нової Зеландії (1990 р.), поширюється режим інфляційного таргетування, який передбачає встановлення цільового орієнтиру (номінального якоря) для інфляції, що забезпечується, як правило, обліковою політикою ЦБ і його публічною відповідальністю за її результати. Ідея інфляційного таргетування не була нова, і вперше була сформульована ще К. Вікселем у 1896 р. щодо визначення стабілізації цін як головної цілі політики ЦБ. На сьогодні існує три основні монетарні режими, зокрема таргетування обмінного курсу, монетарне таргетування та інфляційне. І саме останнє набуло найбільшого поширення в орієнтирах політики ЦБ країн світу. Основними характеристиками інфляційного таргетування є чітке визначення цілі щодо досягнення встановленого цільового рівня інфляції, і ця ціль є єдиною серед першочергових; незалежність ЦБ; відмова від принципу фіскального домінування, тобто монетарна політика не підпорядковується інтересам фіскальної; високий рівень прозорості та підзвітності ЦБ перед суспільством. При цьому очікуваними ефектами є стабільність споживчих цін та відсутність їх впливу на довгострокове економічне зростання, низькі та стійкі інфляційні очікування, що підвищують ефективність монетарної політики, зниження залежності довгострокового реального обмінного курсу від відсоткової політики ЦБ. Втім слід розуміти, що ефективність цього монетарного режиму потребує забезпечення базових характеристик, а також, поряд з цим, відповідні структурні реформи, але поряд з цим відсутність значних структурних та інституційних трансформацій, адекватну фіскальну політику, якісний пруденційний нагляд на фінансовому ринку.

Завдяки інфляційному таргетуванню відкритість комунікацій ЦБ стала запорукою їх незалежності та ефективним інструментом по управлінню інфляційними очікуваннями. І розвиток ефективних комунікацій безпосередньо ЦБ з суспільством стало умовою зростання довіри до них і банківської системи в цілому, що й сприяє успіху монетарної політики, і це вкрай актуально сьогодні. Голова ФРС Б. Бернаке (2006–2014 рр.) визначив, що монетарна політика на

98 % – це розмови і лише на 2 % – дії. Результати опитувань щодо того, що про ЦБ думають в суспільстві, виявили: 68 % японців практично нічого не знали про Банк Японії та його роботу (2005 р.), 45 % населення ПАР взагалі не чули про існування Резервного банку ПАР (2011 р.), існування Європейського центрального банку (ЄЦБ) виявилося відкриттям для кожного шостого дорослого жителя Євросоюзу у 2016 р. [6]. Більшість людей вибирають «раціональну неувагу» до ЦБ, оскільки особисті вигоди від цього неочевидні, а витрати обробки великої кількості інформації високі. Окрім того, інформація ЦБ зорієнтована на фахівців фінансового ринку і не зрозуміла широкій аудиторії. Наприклад, протоколи Федерального комітету з відкритих ринків (FOMC minutes) розуміють лише 2 % дорослого населення США, економічні огляди Федеральної резервної системи США (ФРС) (Beige Book) – менш ніж 10 %, статті в пресі про грошово-кредитну політику – лише 20 % громадян, а передвиборні промови президента Д. Трампа зрозумілі для 70 % американців, пісні Елвіса Преслі – для 60 % [7]. Публікація разом зі стандартною версією інфляційного звіту Банком Англії з 2017 р. спрощеної версії із розшифровкою термінів та малюнками призвели до того, що 60 % опитаних з числа представників бізнесу визнали, що дії Банку Англії стали зрозумілішими, а 60 % стали більше йому довіряти [8].

В результаті ЦБ значно змінили свою комунікаційну політику: від фахової аудиторії фінансового ринку на масової аудиторії, від взаємодії з аудиторією через масмедіа до безпосереднього спілкування з широкою аудиторією, спрощення інформації, перехід монетарної влади в соціальні мережі, блоги і месенджери для нарощування масової аудиторії без посередників й ін. При цьому ЦБ не лише спрощують інформацію в прагненні донести її до населення, але й підвищують рівень фінансових знань самої аудиторії, реалізуючи програми підвищення фінансової грамотності [9] або шляхом участі в аналогічних національних програмах урядів.

Хоча більшість економістів заперечують механічне слідування показникам зростання грошей, роль монетарного регулювання в системі економічної політики переосмислюється і особливо зростає у зв'язку із потребою подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи 2007–2008 рр. У результаті більшість ЦБ

у 2007–2009 рр. посилюють монетарне регулювання для стимулювання економічного зростання.

Шок, який стався у фінансовому секторі у другому кварталі 2007 р., ознаменував кінець багаторічного періоду стійкого зростання світової економіки, що супроводжувалося помірними темпами інфляції в більшості країн з розвинутою економікою. Пік фінансової кризи припав на кінець 2008 р., коли рівень безробіття різко збільшився, а інфляція в провідних розвинених країнах світу різко знизилась тому, що різко зменшилась ділова активність. Рівень безробіття в усіх цих країнах значно збільшився і тенденція до зростання простежувалася з 2008 р. по 2013 р. У цей період рівень безробіття в Японії виріс на 1 %, в США – на 1,64 %, в Єврозоні – на 4,53 %, у Великій Британії – на 2 % [10].

Ще до початку світової фінансової кризи Японія вже переживала період низького економічного зростання і низького рівня інфляції ще з кінця ХХ ст. і на початку 2000-х рр. Але фінансова криза 2008 р. значно погіршила економічну ситуацію в країні (рис. 11.1). ВВП Японії почав зменшуватися в другому кварталі 2008 р. ВВП в Єврозоні значно зменшився в 2008 р., а рівень інфляції був нижче цільового рівня у 2 %. Світова фінансова криза також серйозно вплинула і на економіку Великої Британії, ВВП якої також почав стрімко зменшуватися у другому кварталі 2008 р., й інфляція також була менше, ніж 2 %. Пік падіння ВВП для більшості країн прийшовся на 2009 р., коли найбільше зменшення ВВП спостерігалось в Японії – 5 %, у Єврозоні та Великій Британії ВВП зменшився на 4,5 %, у США – на 2,3 %, у світі загалом – на 2 % [10].

На такі несприятливі умови монетарна влада розвинених країн відреагували зниженням своїх базових відсоткових ставок [11–14]. На фінансовий шок Банк Японії відповів незначним зниженням відсоткової ставки, яка в принципі вже була достатньо низькою. Банк Англії різко знизив відсоткову ставку з 5 до 0,5 % до березня 2009 р. ЄЦБ знизив основну ставку рефінансування з 3,75 до 1 % у 2010 р., і в наступні роки тенденція до її зниження зберігалась. ФРС, у свою чергу, знизила ставку по федеральних фондах з 5 до 0,5 % у 2010 р., й її підвищення почалося лише після 2015 р. у процесі «нормалізації» монетарної політики.

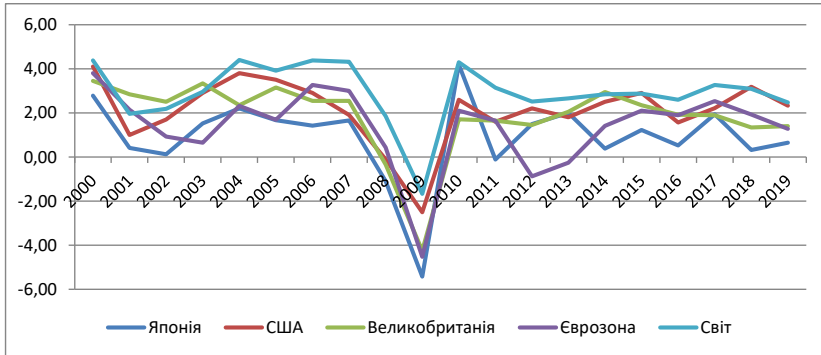


Рис. 11.1. Динаміка зростання ВВП Японії, США, Великобританії, Єврозони, світу (%)

Джерело: [10]

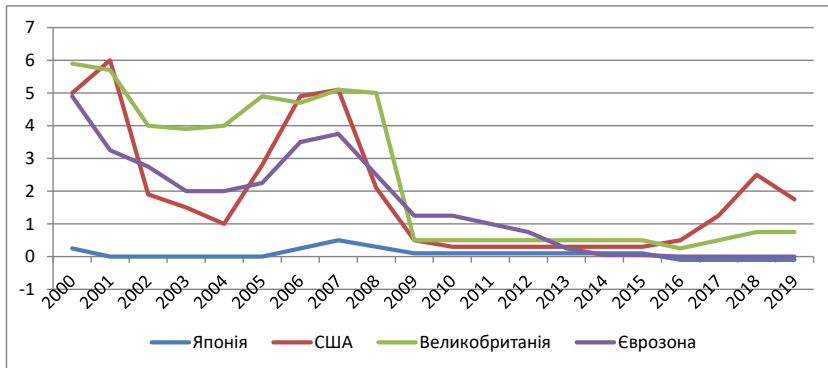


Рис. 11.2. Ставки рефінансування Банку Японії, Банку Англії, ЄЦБ, ФРС (%)

Джерело: [11–14]

Після цих заходів було незначне відновлення ділової активності, мляве зростання зайнятості, пригнічений рівень інфляції. Короткострокові ставки досягли практично своєї нижньої ефективної

межі. В результаті традиційне пом'якшення монетарної політики не вирішувало проблеми забезпечення макрофінансової стабільності та економічного зростання, й монетарні органи розвинених країн почали поступово застосовувати нестандартні заходи, які в комплексі називають нетрадиційною монетарною політикою.

Нетрадиційна монетарна політика стала розвитком нової парадигми монетарного регулювання, яка сформувалась після світової кризи 2007–2008 рр., що було обумовлено наступним:

По-перше, визнано, що ринки самі по собі необов'язково ефективні та, окрім того, мають внутрішні (ендогенні) механізми дестабілізації.

По-друге, інфляція – важливий цільовий показник монетарної політики, але недостатньо зосереджуватися лише на ньому, оскільки фінансова криза супроводжується економічною рецесією, а, отже, цілі та інструментарій повинні бути різноманітними.

По-третє, фінансова криза потребує виконання від ЦБ функції кредитора останньої інстанції, що розвиває межі й потребує координації монетарної та фінансової політики, підриває незалежність ЦБ, сприяє зростанню морального ризику.

По-четверте, економічні та фінансові кризи дуже швидко інтернаціоналізуються і імпортується в інші країни, особливо швидко і з найбільш негативними наслідками в країни, що розвиваються, а, отже, транскордонні потоки можуть бути дестабілізуючими.

В результаті формуються концепції монетарного регулювання та управління фінансовими ризиками, зорієнтовані на наступне:

- розширення цілей ЦБ, їх множинність (економічне зростання, зайнятість, сприяння новій індустріалізації, цінова, валютно-курсова та фінансова стабільність): від «єдина ціль – єдиний інструмент» до режиму «кілька цілей – кілька інструментів»;
- пошук нових шляхів координації монетарної та фінансової політики;
- нові стратегічні цілі – економічна активність, фінансова стабільність, боротьба з безробіттям;
- трансформація проміжної цілі монетарного регулювання – від вартості національної валюти, процентних ставок до ліквідності окремих сегментів фінансового сектору (ринку);

- орієнтація на довгостроковий період економічного зростання;
- зміна об'єкту впливу – від інфляції до дефляції;
- від регулювання ціни грошей до регулювання їх кількості;
- продовження термінів за кредитами центральних банків тощо.

В результаті можна спостерігати, що ЦБ переходять від регулювання процентних ставок до регулювання ліквідності банківської системи або окремих фінансових ринків в залежності від архітектури фінансової системи [15], відмовляються від операцій РЕПО на користь операцій по викупу державних цінних паперів або інших фінансових інструментів, здійснюють кредитування небанківських фінансових посередників, що до цього було неможливим, розширюють перелік прийнятих застав за операціями ЦБ й ін. До основних інструментів нетрадиційної монетарної політики відносять пряме керівництво, політику кількісного (QE) та якісного (QQE) пом'якшення, від'ємні відсоткові ставки [16–18].

Отже, нетрадиційні інструменти монетарної політики розвивається в наслідок того, що традиційні, тобто ті, які беззаперечно застосовувалися центральними банками протягом останніх двадцяти років, виявилися неефективними щодо подолання наслідків світової кризи 2007–2008 рр., зокрема щодо стимулювання підвищення ділової активності та економічного зростання в довгостроковому періоді, забезпечення стійкості бюджету, відновлення фінансової стабільності та оздоровлення банківського сектору та фінансових ринків тощо. В результаті монетарні органи не лише повинні контролювати грошову масу, як це було раніше, а, перш за все, спрямовувати її у ті сфери господарювання, які в першу чергу стимулюють зростання реального сектору економіки.

Криза 2007–2008 рр. також зруйнувала репутацію й інфляційного таргутування, оскільки, зокрема, цей монетарний режим не чутливий до циклів цін на фінансові активи та нерухомість. В результаті, відбувається його модернізація, і тепер інфляційне таргетування зорієнтовано не лише на цільовий показник інфляції, а й на фінансову стабільність. А вирішення проблеми «єдина ціль – єдиний інструмент» пов'язано з тим, що цільовий показник визначається на середньостроковий період, що дозволяє в короткостроковому

періоді приділяти увагу іншим цілям – гнучка форма інфляційного таргетування. Кількість країн, що використовує цей монетарний режим стрімко зростає, перш за все, за рахунок країн, що розвиваються, і за оцінками МВФ у 2015 р. досягнула 41, з яких 11 – ЦБ розвинених країн, інші – ЦБ країн, що розвиваються [19].

Серед основних переваг використання гнучкого інфляційного таргетування доцільно визначити відповідність цілей і пріоритетів монетарного регулювання, достатньо швидке зниження рівня інфляції та створення умов для стійкого економічного зростання, зростання незалежності та відкритості ЦБ, зростання професіоналізму та публічної відповідальності монетарної влади, зростання рівня макроекономічної аналітики та прогнозування й ін. Втім слід відзначити, що інфляція залежить не лише від монетарної політики, а й фіскальної, та, окрім того, інфляційне таргетування не може бути ефективним за умови одночасної наявності структурних проблем і стагфляції, системних ризиків, валютних шоків, що достатньо часто спостерігається в країнах, що розвиваються, а також не відображає структурні провали у динаміці грошових потоків.

11.2. Кредитне та кількісне пом'якшення в системі політики монетарного впливу на економічний розвиток

Під політикою кредитного пом'якшення чи пом'якшення умов кредитування розуміють розширення кредитних операцій для фінансових посередників [17]. Ця політика націлена на забезпечення ліквідністю широкого кола фінансових установ на більш прийнятних умовах і на більш тривалий час. Кредитне пом'якшення було практично першими заходами, вжитими ЦБ. Пік їх застосування припав на період 2007–2009 рр., але вони також застосовуються деякими ЦБ і в більш пізній період.

Коли до кінця 2007 р. обсяг ліквідності на фінансових ринках розвинених країн значно скоротився, центральні банки почали застосовувати заходи для полегшення доступу учасників фінансового ринку до ліквідності. В рамках цього напрямку нетрадиційної монетарної політики ЦБ збільшили частоту аукціонів РЕПО, надавали кошти на

більш тривалі терміни погашення, збільшили діапазон прийняттого забезпечення, розширили коло установ, які могли брати участь в цих заходах, створили додаткові фонди [20–21].

Прикладами заходів такого пом'якшення Федеральної резервної системи США є створення в грудні 2007 р. спеціального фонду строкових аукціонів (Term Auction Facility (TAF)), який надавав позики в межах дисконтного вікна. У березні 2008 р. була запущена програма строкового кредитування цінних паперів – (Term Securities Lending Facility (TSLF)). В липні того ж року почала діяти програма опціонів за строковим кредитуванням цінних паперів (TSLF Options Program (TOP)). TOP-опціони, виставлені на аукціон, давали первинним дилерам право, але не зобов'язання, використовувати кредит TSLF в обмін на прийняте забезпечення на зазначену дату в майбутньому. Також були впроваджені програми: Первинна кредитна лінія ФПЦ (Primary Dealer Credit Facility (PDCF)), Фонд фінансування комерційних паперів (Commercial Paper Funding Facility (CPFF)), Програми допомоги з проблемними активами (Troubled Asset Relief Program (TARP)) та ін., які функціонували до кінця 2012 р. [14].

Прикладом кредитного пом'якшення Банку Англії є Спеціальна схема ліквідності (SLS), прийнята у квітні 2008 р. [12]. Вона дала можливість обміняти менш ліквідні активи на казначейські цінні папери з тим, щоб надати фінансовим установам ліквідні активи, які потім можна було б використовувати в якості забезпечення для отримання грошових коштів на ринках приватного РЕПО. Спеціальна схема надання ліквідності була тимчасовим заходом для того, щоб допомогти банкам диверсифікувати свої джерела фінансування, підтримати банківську систему. Остання транзакція в рамках SLS була здійснена в січні 2012 р., після чого програма була закрита.

ЄЦБ політику кредитного пом'якшення почав застосовувати у 2008 р., коли ввів операції довгострокового рефінансування (LTRO) на 1, 6 і 12 місяців. Це було розширення традиційних програм рефінансування ЄЦБ. Після 2011 р. почався перший раунд трирічних операцій рефінансування (LTRO I), а 29 лютого 2012 р. стартував другий раунд (LTRO II). Новим етапом розвитку

кредитного пом'якшення ЄЦБ стали операції цільового довгострокового рефінансування (TLTRO). 5 червня 2014 р. була запущена перша програма TLTRO, 10 березня 2016 р. почалася її друга серія (TLTRO II), а третя (TLTRO III) була реалізована 7 березня 2019 р. У межах цих операцій комерційним банкам було надано вигідні умови фінансування від ЄЦБ для збільшення обсягу кредитування ними економічних агентів.

Банк Японії також заснував програму підтримки позик (Loan Support Program) і Фонд фінансування підтримки зростання (Growth-Supporting Funding Facility). Програми були створені для надання кредитів під об'єднане забезпечення з метою підтримки приватних фінансових установ, стимулювання банківського кредитування. У 2020 р. Банк Японії вирішив збільшити операції спеціальних фондів для сприяння фінансуванню у відповідь на нову кризу, викликану COVID-19 [11].

Також до заходів кредитного пом'якшення можна віднести і тимчасові лінії обміну ліквідністю, угоди між центральними банками для обміну валютою – взаємні валютні угоди, які були створені тому, що ЦБ зіткнулися з проблемами залучення іноземної валюти для фінансування своїх операцій.

Найбільш поширеним інструментом нетрадиційної монетарної політики є політика кількісного пом'якшення. Ця політика передбачає крупно масштабні викупи активів ЦБ. В межах кількісного пом'якшення спектр активів, які купували центральні банки, був значно розширений. Крім державних боргових цінних паперів, покупка яких характерна і для традиційної монетарної політики, ЦБ викупав і довгострокові активи приватного сектору, у тому числі і проблемні. Ці заходи застосовувалися для безпосереднього впливу на вартість активів. Покупки ЦБ активів державного і приватного секторів знижують відповідні цим активам відсоткові ставки і пов'язані з ними премії за ризик, і в підсумку, таким чином, знижуються витрати на позики для реальної економіки. Покупки, які заміщають безпечні активи з портфелів інвесторів, можуть завдяки ефекту заміщення стимулювати попит на більш ризиковані активи, тим самим, послаблюючи фінансові умови, що в підсумку стимулює сукупні витрати [21–23].

Також викуп великого обсягу державних цінних паперів може допомогти переконати ринки в тому, що ЦБ має намір дотримуватися стимулюючої монетарної політики. В цьому кількісне пом'якшення є корисним доповненням до прямого керівництва. Купівля приватних цінних паперів може допомогти знизити витрати приватного сектору по позиках, і більш безпосередньо стимулювати економіку. Однак вони піддають центральний банк кредитному ризику і потенційним збиткам. Як правило, кількісне пом'якшення реалізовувалося шляхом оголошення конкретних термінів і кількості покупок.

Вперше політика кількісного пом'якшення була застосована Банком Японії у 2001 р. Ця програма здійснювалася в основному за рахунок покупки державних облігацій Японії. В результаті цієї програми обсяг резервів ЦБ збільшився з 5 до 35 трлн єн [10]. Кількісне пом'якшення завершилося у 2006 р. і сприяло стимулюванню економіки, незначному збільшенню інфляції з 2006 р. Але проблема дефляції все ще залишалася невирішеною. В результаті світова фінансова криза підштовхнула Банк Японії прийняти нову програму кількісного пом'якшення в 2010 р. – комплексне монетарне пом'якшення (CME). У 2013 р. була прийнята політика якісного і кількісного пом'якшення (QQE), у 2016 р. – програма якісного і кількісного пом'якшення з контролем кривої прибутковості, яка встановлює цілі, як для короткострокової, так і для довгострокової прибутковості, і коригує обсяги купівлі активів для досягнення цих цілей. В межах зазначених вище політик Банк Японії купував японські державні облігації (JGB), корпоративні облігації біржових фондів (ETF) і японських інвестиційних фондів (J-REITs).

Для боротьби з наслідками кризи Федеральна резервна система також використовувала політику кількісного пом'якшення, яка включала три раунди великомасштабних викупів активів. Перший раунд кількісного пом'якшення почався (QE1) у листопаді 2008 р. і до його завершення у березні 2009 р. ФРС викупила боргових цінних паперів агентств на 175 млрд дол. США, іпотечних цінних паперів (MBS) на 1,25 млрд дол., казначейських зобов'язань на 300 млрд дол. Другий раунд викупу активів (QE2) стартував в листопаді 2010 р. і завершився в червні 2011 р. Після цього була

прийнята політика щодо продовження терміну погашення активів, яка відома як операція «Твіст», що тривала з вересня 2011 р. до кінця 2012 р. Третій раунд політики почався у вересні 2012 р. і завершився до початку 2015 р. У результаті баланс ФРС збільшився з 1 до 4,5 трлн дол. США. [23–24]

Для забезпечення додаткового монетарного стимулювання розвитку економіки Банк Англії [12] після кризи почав перший раунд кількісного пом'якшення (QE1), оголосивши про викуп державних облігацій на 75 млрд фунтів стерлінгів за рахунок розширення резервів ЦБ. Пізніше викуп був збільшений до 200 млрд фунтів стерлінгів і завершений в січні 2010 р. ВВП країни почав відновлюватися в третьому кварталі 2009 р, але уповільненими темпами. Втім у зв'язку з борговою кризою в Єврозоні перспективи економічного зростання Великої Британії не були оптимістичними, і в жовтні 2011 р. Банк Англії оголосив про новий раунд кількісного пом'якшення (QE2). В липні 2012 р. стартував третій раунд (QE3). У результаті загальний обсяг кількісного пом'якшення досягнув 375 млрд фунтів стерлінгів. Економіка потроху відновлювалась. Після референдуму по «Брексід» щодо виходу Великої Британії з ЄС у другій половині 2016 р. Банк Англії почав четвертий раунд викупу активів (QE4), включаючи державні облігації на 60 млрд фунтів стерлінгів, корпоративні облігації на 10 млрд для підтримки зростання економіки країни. Загальний обсяг викупу Банку Англії у результаті останньої політики досягнув 435 млрд фунтів стерлінгів. [12; 23].

Кількісне пом'якшення ЄЦБ характеризується викупом активів (APP) з жовтня 2014 р., що передбачало чотири програми: нова програма придбання покритих облігацій (CBPP3), програма викупу цінних паперів, забезпечених активами (ABSPP) з листопада 2014 р., програма викупу активів в державному секторі (PSPP) з березня 2015 р.; програма викупу в корпоративному секторі (CSPP) з березня 2016 р. Програми кількісного пом'якшення ЄЦБ діяли до грудня 2018 р., коли рада керуючих вирішила припинити чисті викупи активів, але, в той же час, оголосила, що має намір продовжувати повністю реінвестувати плати за активами, які викуплені в рамках програм. Відсоткова ставка ЄЦБ все ще

була низькою, відновлення економіки було повільним і в вересні 2019 р. ЄЦБ прийняв рішення відновити покупки активів з листопада у розмірі 20 млрд євро [13].

У 2020 р. у результаті кризи, викликану пандемією COVID-19, ЦБ розвинених країн знову відновили активні купівлі активів. Зокрема, у березні 2020 р. банк Англії мав намір здійснити покупку активів на 645 млрд фунтів стерлінгів, але в червні збільшив обсяг до 745 млрд [12]. ЄЦБ запустив нову програму покупок в надзвичайних ситуаціях (PEPP) [12]. Банк Японії посилив пом'якшення монетарної політики за рахунок збільшення викупу корпоративних цінних паперів, японських державних облігацій (JGBs), казначейських векселів (T-Bills), облігації біржових фондів (ETF), японських інвестиційних фондів (J-REITs) [11]. ФРС також розширює свої покупки активів і в березні-квітні 2020 р. купила казначейські облігації США на суму 1,4 трлн дол. США [14].

Зрозуміло, що операції політики пом'якшення мають й недоліки-ризики, що повинні бути враховані при виборі умов, елементів, інструментів монетарного регулювання. Зокрема, серед основних слід відзначити наступні: існує лаг між зростанням грошової маси та інфляції, а, отже, якщо сума вливань грошової маси переоцінена, то це може загрожувати стагфляцією; основними бенефіціарами програм є банківські та небанківські фінансові установи, власники активів, а, отже реальний сектор і надалі буде відчувати проблеми з кредитуванням, якщо банки більш охоче зростаючу грошову масу будуть використовувати для інвестування на інші ринки або на споживче кредитування, а існуючі власники активів або ті, хто зайнятий у фінансовому секторі, і надалі будуть концентрувати зростаючу грошову масу, посилюючи нерівність доходів і диференціацію населення; пом'якшення може призвести до штучного здешевлення або здороження окремих активів, викривлення інформації для інвесторів і появи чергових фінансових «бульбашок»; збільшення грошової маси призводить до зниження обмінного курсу національної валюти й ін.

Більш успішно політика пом'якшення проведена у США та Великій Британії, для яких характерна фондово-ринкова модель фінансової системи, та менш успішно – в Японії та країнах Єврозони (банко орієнтована модель фінансової системи).

11.3. Від'ємні відсоткові ставки як інструмент монетарної політики впливу на реальний і фінансовий сектор

Політика від'ємних відсоткових ставок передбачає, що власник надлишкових коштів не отримує доходи за їх збереження у ЦБ, а, навпаки, несе витрати. Вважається, що в умовах низької інфляції й зниження відсоткових ставок, такий інструмент може допомогти скорегувати ставки фінансового ринку в бік зниження, підвищити інфляційні очікування і сукупний попит. Якщо у банків є надлишкові резерви, зниження ставки ЦБ може ефективно знизити міжбанківські та інші відсоткові ставки, що стимулюватиме їх брати на себе більший ризик щодо розширення кредитування економічних агентів. [18]

У період після 2009 р. центральні банки Швеції, Данії, Швейцарії, Японії і ЄЦБ застосували від'ємні відсоткові ставки (див. рис. 11.3).

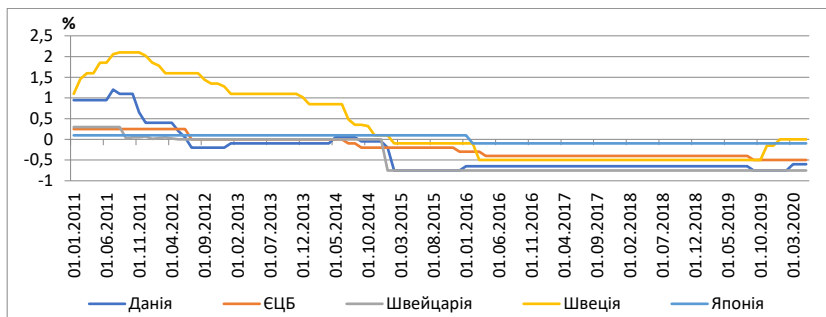


Рис. 11.3. Відсоткові ставки центральних банків, 2011–2020 рр.

Джерело: [11; 13; 25–27]

ЄЦБ став першим ЦБ, який перемістив відсоткові ставки на негативну траєкторію у відповідь на несприятливі макроекономічні виклики. Основною метою монетарної політики ЄЦБ [13] є забезпечення стабільності цін щодо досягнення встановленого

цільового якоря – 2 %. Але до 2014 р. інфляція в Єврозоні впала до 0,5 %, найнижчого рівня з 2009 р. Оскільки очікувалося, що інфляція буде значно нижче 2 % протягом тривалого періоду, Рада керуючих ЄЦБ вирішила знизити відсоткові ставки. Оскільки ставка по депозитах у 2014 р. вже була на рівні 0 %, а ставка рефінансування на рівні 0,25 %, зниження ставки рефінансування до 0,15 % означало, що ставка по депозитах була знижена до $(-0,1) \%$ для підтримки цього коридору. Цей крок у червні 2014 р. зміцнив прогноз ЄЦБ щодо очікуваного майбутнього рівня відсоткових ставок і доповнив ряд подальших заходів монетарного стимулювання щодо запобігання дефляційних ризиків.

Від'ємна відсоткова ставка допомагає у боротьбі зі зростаючою загрозою дефляції, оскільки в ідеалі це буде стимулювати банки надавати більше кредитів у пошуках більш високої прибутковості та стимулювати сукупні витрати. Відповідно, ЄЦБ послідовно знижував ставку за депозитами (DFR) п'ять разів: з 0 до $(-0,1) \%$ в червні 2014 р., до $(-0,2) \%$ у вересні 2014 р., до $(-0,3) \%$ в грудні 2015 р., до $(-0,4) \%$ в березні 2016 р. і до $(-0,5) \%$ у вересні 2019 р. Відсоткова ставка депозитної лінії стає ключовою в періоди достатнього надання ліквідності ЄЦБ. В результаті комерційні банки з надлишковою ліквідністю мають можливість або депонувати її в ЄЦБ, або позичати іншому банку. І з цієї причини незабезпечена міжбанківська ставка овернайт (Eonia) переміщується в бік ставки за депозитами, і саме тому є важливою змінною при визначенні витрат банків. Введення ЄЦБ розширеної програми придбання активів (APP) на початку 2015 р. значно збільшило обсяг надлишкової ліквідності в системі, посиливши, тим самим, ключову роль ставки за депозитами [13].

В результаті від'ємні відсоткові ставки знімають обмеження невід'ємності поточних і майбутніх очікуваних короткострокових ставок й дозволяють монетарному пристосуванню поширюватися по всій кривій прибутковості [28]. При цьому збільшується попит інвесторів на активи з більш тривалим терміном погашення, ніж при позитивних ставках, що обумовлює подальший знижувальний тиск на строкову премію (компенсація за невизначеність щодо майбутнього курсу відсоткових ставок).

Вплив низьких позитивних і негативних ринкових відсоткових ставок на чисту відсоткову маржу банків в Єврозоні та на роздрібне кредитування прямо пов'язано з кредитуванням: коли кредитування менш прибуткове, банки його скорочують [29]. Однак при негативних показниках цей ефект зникає – це свідчить, що банки корегували свою ділову практику при обслуговуванні нових кредитів, тим самим сприяючи зростанню нових кредитів в Єврозоні з 2014 р.

Дослідження [28] довело, що NIRP в цілому не вплинула негативно на прибутковість банків в різних бізнес-моделях, хоча визнає, що деякі банки більш схильні до її сприйняття. При цьому більш негативний вплив NIRP має для банків, орієнтованих на роздрібні депозити. Разом із тим, вони виграють від покращення якості кредитів, обсягу посередництва, пов'язаного із позитивним впливом монетарного пристосування до монетарних перспектив. Зниження припливу депозитів в результаті від'ємної ставки банки можуть компенсувати борговими цінними паперами, фінансуванням Євросистеми, депозитами інших фінансових установ та уряду, фондами грошового ринку і зовнішніми зобов'язаннями, що свідчить про активізацію інших каналів в умовах NIRP. Введення політики від'ємних відсоткових ставок у 2014 р. забезпечило щорічне зростання кредитування на 0,7 %, у т. ч. корпоративного сектору на 0,3 %, а зниження фондування за рахунок депозитів могло б зменшити його вартість і збільшити кредитування корпоративного сектору на 0,4 % [30–31]. Втім ЄЦБ [13] визнає, що негативний вплив на чисту відсоткову маржу можливий, якщо відсотки будуть залишатися від'ємними тривалий час.

В результаті впливу від'ємних відсоткових ставок на банківський сектор країн ЄС в період 2011–2018 рр. в цілому чиста відсоткова маржа знизилась на 18,4 % у порівнянні з іншими банками, що функціонують в європейських країнах, але не застосовували від'ємні відсоткові ставки. Найбільші втрати чистої відсоткової маржі зазнали банки у Єврозоні, зокрема, в першу чергу, в Бельгії, Франції, Німеччині, Італії, Нідерландах, Польщі, Великій Британії, Іспанії – (–26,4) %. Більш того, більший негативний вплив зазнали банки з більш ліквідними активами, більшою капіталізацією,

більшими резервами у ЦБ та ті, що мали більшу частку клієнтів-вкладників. Також виявлено недосконалість механізму передачі від'ємних відсоткових ставок, оскільки вони більшою мірою впливають на ставки за кредитами, ніж за депозитами, що обумовлює негативний вплив на чисту відсоткову маржу [32].

Отже, динаміка економічного розвитку, структурні проблеми, від'ємні відсоткові ставки відіграли значну роль у зниженні загального рівня прибутків європейських банків. У результаті низька прибутковість обмежує можливості для рекапіталізації. При цьому ринкова вартість акцій банків невисока в порівнянні з нефінансовими або іншими фінансовими компаніями, що перешкоджає мобілізувати капітал на фінансових ринках, оскільки це загрожує сильним розмиванням активів поточних акціонерів при низьких оцінках.

В цілому, можна зробити висновок, що NIRP разом із політикою прогнозування відсоткових ставок в межах попереднього керівництва сприяло зростанню ВВП в результаті зростання кредитів корпоративним підприємствам і домогосподарствам, а, отже, було цілком виправданим. Утім є й побічні ефекти щодо фінансової стабільності, оскільки банки при низьких ставках мають меншу чисту маржу, що спонукає до більшого ризику. Також, від'ємні ставки потенційно можуть бути і стримуючими, коли змушуватимуть банки скоротити операції кредитування та/або підвищити ставки кредитування.

Монетарна політика Данії орієнтована на валютну прив'язку – ЦБ країни проводить монетарну політику з фіксованим обмінним курсом датської крони до євро. Відповідно, метою ЦБ Данії є збереження стабільності обмінного курсу [25]. Данія є частиною Європейського механізму обмінних курсів (ERM II) з 1999 р., і ЦБ зберігає вузьку прив'язку на рівні $\pm 2,25\%$, не дивлячись на те, що відповідно до ERM II коливання можливі до $\pm 15\%$, прагнучи утримувати курс крони згідно з основним паритетом на рівні 7,4604 крони за євро. Відповідно ЦБ Данії корегує відсоткові ставки та проводить валютні інтервенції, здійснюючи, у т. ч., коригування ставок відповідно до динаміки відсоткових ставок ЄЦБ для того, щоб не було великого спреду між ними [13].

У 2012 р. у зв'язку з побоюваннями щодо посилення проблем в Єврозоні інвестори почали швидко змінювати свою стратегію, купуючи активи країн, які не є членами Єврозони, що призвело до значного притоку капіталу в країну. Це потребувало значного викупу іноземної валюти для корегування курсу датської крони, яка у 2011 р. значно зміцнилася. ЦБ Данії, щоб утримати обмінний курс, провів значну кількість валютних інтервенцій, але це не допомагало. Після тривалого періоду інтервенцій на валютному ринку, щоб зупинити різке зміцнення датської крони, ЦБ вирішив ввести від'ємні відсоткові ставки. І у червні 2012 р. була введена ставка за банківськими депозитами в ЦБ – 0,2 % річних. Національний банк Данії запропонував два депозитних механізми для банків: 1) поточний рахунок, на який банки можуть розміщувати тільки обмежену суму грошей, і які використовуються для розрахунків за платежами; 2) депозитні сертифікати, термін погашення яких становить 7 днів.

Відсоткова ставка за депозитами була від'ємною на рівні $(-0,2) \%$ з червня 2012 р. до 2013 р., потім вона була дещо підвищена до $(-0,1) \%$ на початку 2014 р. (див. рис. 11.3). Подальше зниження у 2014 р. до $(-0,75) \%$ було обумовлене зниженням відсоткової ставки ЄЦБ для своєї депозитної лінії. В той же час, Національний банк Данії зберіг нульову відсоткову ставку за поточним рахунком банків й збільшив ліміт банків на зберігання ліквідності з 23,14 млрд. датських крон до 69,70 млрд [25] з тим, щоб банки не втрачали стимул розміщувати ліквідність в ЦБ для управління щоденними коливаннями ліквідності і для зниження тиску на банки.

Основним ефектом зниження депозитної ставки нижче нуля стало зниження курсу, яке незабаром досягло центрального паритету. Отже, введення від'ємних відсоткових ставок у Данії можна вважати успішною мірою для встановлення стабільності валютного курсу та відновлення центрального паритету, що спостерігається після 2014 р. Сьогодні ставка за депозитними сертифікатами є ключовою для грошового ринку Данії, і на початку 2020 р. вона становила $(-0,6) \%$, підвищившись на $0,15 \%$ з $(-0,75) \%$.

«Jyske Bank» – один з найбільших банків країни першим у світі у 2019 р. запропонував іпотечні кредити з фіксованою ставкою $(-0,5) \%$ річних на 10 років. Банк залучає депозити до

7,5 млн датських крон (1,1 млн дол. США) під нульову ставку, а якщо розмір депозиту вище, то на суму понад 7,5 млн крон ставка буде від'ємною і визначається індивідуально до мінімально можливої ($-0,6$) %. Враховуючи, що «Jyske Bank» може розмістити вільні кошти на депозиті в ЦБ під ($-0,65$) % річних, від'ємний відсоток по іпотечних кредитах все ж таки є більш привабливим. Інший банк «Nordea» надає безвідсоткову іпотеку до 20 років та іпотечні кредити під 0,5 % на 30 років. Насправді витрати по таких кредитах будуть дещо більше, оскільки клієнтам доведеться додатково покрити деякі обов'язкові збори, а також юридичні витрати з укладання угоди.

Наступним банком, що ввів NIRP після ЄЦБ, був центральний банк Швейцарії (SNB) [26], який у грудні 2014 р. оголосив про своє рішення застосувати від'ємні ставки для власників рахунків у ЦБ. Ставки почали діяти з 2015 р. В цьому ж році ЦБ Швейцарії відмовився від прив'язки франка до євро.

Оскільки швейцарський франк регулярно використовується в якості «валюти-притулку», особливо в період кризи, ЦБ був змушений знизити ставки нижче нуля та викуповувати іноземну валюту. Підвищила попит на швейцарський франк і пандемія COVID-19. Знижуючи ключову відсоткову ставку до ($-0,75$) %, SNB робив це, перш за все, щоб уникнути подальшого підвищення курсу швейцарського франка, зробити його менш привабливим для інвесторів, стабілізувати ціновий баланс, а також для підтримки експортерів, на яких орієнтована економіка країни.

На сьогодні SNB зберігає свою ставку рефінансування і ставку по кореспондентських рахунках на рівні ($-0,75$) % через те, що франк все ще залишається високо оціненою валютою, а темпи економічного зростання незадовільні. Правління ЦБ в червні 2020 р. знизило прогноз по інфляції через значно більш слабкі перспективи зростання (ВВП країни у 2020 р. знизиться на 5,5–6 % до 2019 р.) і більш низькі ціни на нафту, ніж очікувалося. У 2020 р. за оцінками ЦБ рівень інфляції залишиться на рівні ($-0,7$) %, у 2021 р. – ($-0,2$) %, і лише у 2022 р. повернеться до позитивного значення – ($+0,2$) %. Стійке відновлення економіки почнеться у 2021 р., а поки споживання та інвестиції залишаться помірними [26]. Отже, можна

припустити, що ставки ЦБ Швейцарії все ще будуть залишатися від'ємними і не виключено, що вони ще будуть знижені, враховуючи баланс ЦБ, хоча це може призвести до викривлення національної економіки, погіршення настроїв вкладників і ще більше знизить прибуток комерційних банків. SNB має найбільший у світі баланс, його акції обертаються на фондовій біржі, основна частка його інвестицій вкладена не в державні цінні папери, як це характерно для інших ЦБ, а в корпоративні акції.

В цілому SNB вважає, що NIRP себе виправдала, хоча і визнає, що вона має негативні наслідки. Після рекордно прибуткового 2018 р. для SNB (50 млрд дол. США), з початку цього року спостерігають значні збитки (1 кв 2020 р. – 39 млрд дол.) як результат волатильності, що сформувалась в результаті довготривалої нетрадиційної монетарної політики. Втрати SNB в основному пов'язані зі зниженням вартості активів в іноземній валюті, втім додаткові доходи забезпечили інвестиції у золото та активи у швейцарських франках.

В слід за SNB багато комерційних банків країни почали нараховувати від'ємні відсотки клієнтам на залишки за рахунками клієнтів. Першим застосував від'ємні відсотки банк «Lombard Odier». UBS у серпні 2019 р. оголосив, що віднині буде знімати з великих вкладників по 0,6 % на рік. Таким чином, застосовуючи від'ємні ставки на залишки по рахунках, приватні банки заохочують своїх клієнтів переводити кошти у послуги з управління активами. Отже, великі банки Швейцарії заробляють, вкладаючи кошти від імені заможних клієнтів у активи. Таким же чином у 2019 р. вирішив діяти і датський «Jyske Bank», заявивши, що з 1 грудня вводить від'ємну ставку (–0,75) % для корпоративних депозитів і приватних клієнтів, які вносять більше 750 тис. датських крон (111,1 тис. дол. США) [27].

Від'ємну відсоткову ставку ввів і ЦБ Швеції Ріксбанк. Ставка РЕПО є основною ставкою ЦБ Швеції, за якою комерційні банки можуть розміщувати або позичати кошти у ЦБ протягом 7 днів. Від'ємні ставки у Швеції були частиною пакету заходів щодо збереження довіри до мети ЦБ з досягнення інфляції у 2 %. Протягом декількох років інфляція залишалася низькою, що призвело до різкого зниження

інфляційних очікувань в кінці 2014 р., коли очікування на наступні 2 роки досягли 1,2 %, що значно нижче цільового показника. А до кінця 2014 р. реальний рівень інфляції склав 0,5 %, що було пов'язано з кризою євро і послабленням економіки Єврозони. На ці несприятливі умови Ріксбанк відреагував одночасним прийняттям від'ємних ставок, купівлею облігацій і попередніми вказівками, щоб підвищити інфляцію та запобігти подальшому зниженню інфляційних очікувань [13; 27]. ЦБ знижував ставку РЕПО у кілька етапів. З лютого 2015 р. ставка була знижена до $(-0,1) \%$, а у 2016 р. – до $(-0,5) \%$, і цей рівень зберігався до кінця 2019 р. З січня 2020 р. ставка РЕПО Банку Швеції становить 0 % (див. рис. 3).

Внутрішня інфляція у Швеції зросла після запровадження від'ємних ставок і досягла цільового показника інфляції у 2 % до 2018 р. Отже, політика від'ємних ставок була успішною. До цього від'ємні ставки по депозитах банків в Національному банку Швеції були введені на період 2009–2010 рр., але обсяги були незначними й не мали впливу на фінансовий ринок [33].

Активно використовує нетрадиційні монетарні інструменти Банк Японії [11], який сьогодні все ще активно намагається підвищити споживчі ціни, які знижувалися більшу частину останніх 20 років. Зниження цін завдає шкоди корпоративним доходам, утримуючи компанії від підвищення зарплати або витрат на нові проекти. У зв'язку з цим у 2016 р. ЦБ Японії розширив свої заходи нетрадиційної монетарної політики і у січні оголосив про введення від'ємної ставки $(-0,1) \%$ щодо резервних депозитів фінансових установ, які перебували в ЦБ, а у вересні 2016 р. запустив нову програму кількісного і якісного пом'якшення з контролем кривої прибутковості. Відповідно до останньої програми ЦБ контролює як короткострокові, так і довгострокові відсоткові ставки. Банком Японії зберігається короткострокова ставка на рівні $(-0,1) \%$, і він продовжує викуповувати активи з метою збереження 10-річної прибутковості державних цінних паперів біля нульового рівня.

Банк Японії застосовує багаторівневу систему відсоткових ставок, відповідно до якої він стягує $(-0,1) \%$ тільки з невеликої частини надлишкових резервів, що розміщуються фінансовими установами в ЦБ. До решти резервів застосовується відсоткова

ставка нуль або +0,1 % [11]. Ця система прийнята для зниження тиску на фінансові установи. Сьогодні Банк Японії все ще зберігає встановлені у 2016 р. показники. Поряд з цим у кварталному прогнозованому звіті ЦБ заявив, що економіка країни, ймовірно, буде поступово поліпшуватися з другої половини 2020 р., причому очікується, що темпи будуть лише помірними в результаті впливу пандемії COVID-19. Втім перспективи ділової активності й цін вкрай невизначені і залежать від наслідків пандемії, масштабів їх впливу на внутрішню і глобальну економіку.

При прийнятті від'ємної відсоткової ставки Банк Японії керувався метою подальшого пом'якшення монетарної політики для забезпечення впливу на довгострокові інфляційні очікування. Також впровадження NIRP, як й інших інструментів, супроводжувалося застосуванням попереднього керівництва. ЦБ через засоби інформаційно-комунікаційних технологій сповіщає ринок про свої наміри застосовувати дану політику та розміщує технічний опис роботи з від'ємними ставками на своєму веб-сайті. Таким чином фінансовий сектор був проінформований безпосередньо. Мета полягала в тому, щоб учасники фінансового ринку переконалися, що їх IT-системи і бізнес-процедури здатні впоратися з введенням від'ємних відсоткових ставок.

В цілому NIRP Банку Японії у 2016 р. стимулювали приватні іпотечні інвестиції, зниження відсоткових ставок по облігаціях і необхідної норми прибутку японських акцій, й, ймовірно, зупинили зростання вартості національної валюти, підтримали зростання ділової активності. Разом з тим, політика від'ємних відсоткових ставок в Японії зменшила обсяг кредитування, пов'язаного з інноваціями. Також менш фінансово стабільні банки збільшували кредитування ризикових фірм, фірм з високим ризиком банкрутства. Крім того, нефінансові компанії, що залучали кредити у банків, які були більш схильні до від'ємних відсоткових ставок, змінювали корпоративну політику та зменшували капіталовкладення. [33]

NIRP особливо поширена в європейських країнах, а також її застосовує і Банк Японії, тобто можна відзначити, що до неї схильні ті розвинені країни, в архітектурі фінансових систем яких домінує саме банківський сектор [15], оскільки основним

каналом NIRP є грошовий ринок, який стимулює реальну економіку за рахунок збільшення кредитування економічних агентів. Хоча цілі та напрями впливи можуть бути різними. ЄЦБ і Банк Японії застосували від'ємні ставки в напрямку розширення своїх нетрадиційних заходів монетарної політики, а ЦБ Данії, Швеції, Швейцарії для подолання наслідків кризи Єврозони. Застосовуючи цей інструмент ЦБ керувалися різними цілями. Від'ємні відсоткові ставки в Данії та Швейцарії були направлені на корегування обмінного курсу, стримування спекулятивних операцій, а в Єврозоні, Швеції, Японії – на боротьбу з дефляцією.

Отже, від'ємні ставки відіграють важливу роль у сприянні змін ставок грошового ринку з метою стимулювання інфляції та економічного зростання, є одним із основних інструментів підтримки стабільності обмінного курсу. З іншого боку, NIRP може:

- погіршувати баланси банків, оскільки спрацьовує «ефект багатства» (ефект Пігу);
- розширювати доступність кредитних ресурсів для великих компаній, які, як правило, мають запас ліквідності, й звужувати для малих і середніх підприємств, оскільки їх конкурентоспроможність та фінансова стійкість в умовах нестабільності погіршується, що в кінцевому результаті може призводити до підвищення відсотків по кредитах;
- стимулювати компанії інвестувати в нові технології, що обумовлюватиме зниження безробіття в короткостроковому періоді, але зростання в довгостроковому;
- зменшувати відсоткові доходи людей похилого віку, що в більшій мірі зменшує сукупний попит, ніж стимулює його зростання в результаті збільшення вигід інших;
- у результаті ірраціональної поведінки спонукати до вкладень в більш ризикові активи з метою оголошення більш високої доходності, що збільшує ризики економіки в умовах глобальної нестабільності;
- підтримувати моделі розвитку економіки, засновані на боргах;
- переміщувати кредитний ризик на баланси консервативних інвесторів;

– знижувати стимули до заощаджень і, крім того, спонукати вкладників шукати інші варіанти збереження активів, що може стимулювати інфляцію цін на ринку дорогоцінних металів та сировинних ринках, ринках землі та нерухомості й ін.

Отже, економічне зростання в результаті від’ємних відсоткових ставок не гарантує зростання зайнятості. Окрім того, може посилюватися проблема розриву між багатими і бідними.

Саме тому, для посилення ефективності NIRP та зниження потенційних ризиків у системі нетрадиційного монетарного регулювання, як правило, разом з від’ємними відсотковими ставками ЦБ застосовують й інші інструменти: ЄЦБ – попереднє (пряме) керівництво, кількісне пом’якшення, Швейцарія – валютну інтервенцію, Японія – попереднє керівництво, кредитне та кількісне пом’якшення, тощо. Це є цілком виправданим. Крім того, для вирішення конкретних завдань з метою підтримки трансмісії монетарної політики доцільно застосовувати мікропруденційне та макропруденційне регулювання з тим, щоб посилити ефективність NIRP і монетарної політики в цілому.

Висновок

Монетарна політика після світової кризи 2007–2009 рр. трансформувалась і набула нових характеристик, зокрема відбулися зміни в парадигмі, концепціях та інструментарії. В результаті відбулося розширення цілей ЦБ, зросла їх множинність та пошук нових шляхів координації монетарної та фінансової політики; визначені нові стратегічні цілі – економічна активність, фінансова стабільність, боротьба з безробіттям; трансформувалась проміжна ціль монетарного регулювання – від вартості національної валюти, процентних ставок до ліквідності окремих сегментів фінансового сектору (ринку); змінилась орієнтація на довгостроковий період економічного зростання; змінився об’єкт впливу – від інфляції до дефляції, і, відповідно, пріоритет регулювання – від ціни грошей до їх кількості; збільшено терміни за кредитами центральних банків тощо. І хоча на початку нові заходи були орієнтовані переважно на подолання наслідків кризи, слід визнати, що інструменти монетарного регулювання, які сьогодні відносять до нетрадиційних,

повинні стати постійними складовими у наборі інструментів ЦБ, тобто системним явищем поряд з традиційними інструментами. Це ще раз підтверджує потреба протидіяти нестабільності та невизначеності глобальної економіки та національних економік країн світу у зв'язку з новими викликами пандемії COVID-19.

Поряд із цим, модернізація банківських систем і фінансові інновації, глобалізація і діджиталізація посилюють нестабільність та невизначеність швидкості обігу грошей, що потребує нових підходів та інструментів монетарного впливу на соціально-економічний розвиток і обумовлює удосконалення й інституціональної та функціональної структури монетарного регулювання. В контексті цього доцільно визнати, що еволюція монетарної влади повинна визначатися тим, яким чином результативніше та ефективніше скорочувати або усувати негативні зовнішні ефекти – шляхом перетворення їх у внутрішні (інтерналізація) або залишаючи їх зовнішніми (екстерналізація). І відповідно теоремі Коуза можна узагальнити, що економічне зростання і розвиток країни в основному не залежать від типу існуючого уряду, якщо витрати на транзакції в економічній і політичній сферах дорівнюють нулю. Однак коли транзакційні витрати позитивні, то розподіл влади всередині країни та інституційна структура її установ є найважливішими факторами її розвитку. [34]. Отже, залежно від характеру проблем, влада може віддати перевагу інтерналізувати або екстерналізувати грошові потоки в залежності від порівняльної ефективності обох варіантів в довгостроковому періоді, що повинно і враховуватися при виборі пріоритетних цілей та інструментарію монетарного впливу на реальний та фінансовий сектор економіки в умовах глобальної нестабільності та невизначеності.

Сьогодні зрозуміло, що вирішити проблеми нестабільності й невизначеності розвитку глобальної економіки у короткостроковому періоді не можливо. Пандемія COVID-19, нафтові війни і падіння цін на нафту, торговельні і монетарні війни ще більше посилюють структурні ризики та поглиблюють диспропорції розвитку глобальної економіки, яка в умовах сучасних технологічних змін, окрім того, змінює центри глобального лідерства.

У контексті цього уваги заслуговує підхід А. Тернера [35], який пропонує для системного забезпечення цінової й фінансової стабільності та економічного зростання більш глибоке та системне управління кредитуванням. Це передбачає декомпозицію кредитування та виокремлення кредитних агрегатів в залежності від їх впливу на макроекономічне зростання; їх діагностику, яка дозволить виявити ключові монетарні диспропорції; вирішення диспропорції у грошових потоках на основі селективного управління та формування відповідної операційної системи монетарної політики на основі цифровізації [36]. Селективне управління кредитними агрегатами дозволить стимулювати продуктивне кредитування, тобто те, що позитивно впливає на економічне зростання, і обмежити непродуктивне, що його стримує в результаті появи фінансових бульбашок та фінансових дисбалансів. В результаті ЦБ зданий буде забезпечити оптимальну ліквідність на основі переорієнтування грошових потоків з фінансового сектору в реальний, зокрема у виробництво, пов'язане з новою індустріалізацією 4.0, розвитком високих технологій, малий і середній бізнес, а також збалансувати приватне кредитування зростання економіки та використання монетарного фінансування.

Втім слід визнати, що для підтримки та відновлення національної економіки у сучасних умовах, монетарних інструментів недостатньо, і вони повинні доповнюватися фіскальними. Пандемія прискорює структурні та інституційні зміни, які має підтримати держава, забезпечуючи мінімізацію економічних та соціальних втрат в період нестабільності, невизначеності в умовах побудови нової моделі соціально-економічного розвитку. На додаток до селективного кредитування слушною є пропозиція Р. Раджана [37] розподілити суб'єктів господарювання на три групи щодо державної підтримки, як інструментами монетарної, так і фіскальної політики: фірми з низьким фінансовим левериджем, але попит на продукцію яких, як і раніше, високий (допомога не потрібна); фірми з високим і зростаючим попитом, але й зростаючою борговою залежністю (пріоритетна підтримка держави); фірми, продукція яких перестає користуватися попитом, і вони вже не повернуться до нормального функціонування (допомога не доцільна).

Отже, монетарне регулювання сьогодні потребує структурного підходу ЦБ до оптимального управління ліквідністю та процесами продуктивного кредитування, що стимулюватиме економічне зростання разом із забезпеченням цінової, валютно-курсової і фінансової стабільності. При цьому важливо забезпечити ефективну координацію монетарної та фіскальної політики, що розширить стимули до зайнятості та зростання реального сектору економіки, враховуючи, що сьогодні лише стимулювати сукупний попит недостатньо. Зокрема, за рахунок державної підтримки у розширення інвестицій в інфраструктуру зеленої економіки та НДДКР, витрат на підвищення енергоефективності будівель, інвестицій в освіту та професійну підготовку, інвестицій у відновлення екосистем можна не лише створити нові робочі місця, а й забезпечити умови для вирішення екологічних проблем, сприяти технологічному розвитку національної економіки, а також уникнути непродуктивних кредитів, неефективних активів, не допустити створення непрацюючих робочих місць. При цьому важливим аспектом є розвиток освіченості суб'єктів господарювання і домогосподарств щодо дій держави і безпосередньо процесів трансформації національної економіки.

Література

1. Friedman M. *Essays In Positive Economics*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1966. 22 p. URL: https://sciencepolicy.colorado.edu/students/envs_5120/friedman_1966.pdf
2. Friedman M. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*. 1968. 58. P. 1–17.
3. Lomachynska I. Modernization of structure of financial systems with the development of FinTech. *Scientific approaches to modernization of economic system: development trends*. Lviv-Torun: LihaPres, 2020. P. 363–382.
4. Бичкова Н. В., Ломачинська І. А., Мумладзе А. О. Роль банківської системи у фінансіалізації економічного розвитку України. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. 2015. Т. 20, вип. 6. С. 202–206.

5. Maslennikov E., Lomachynska I., Bychkova N. Ensuring Stability of Ukrainian Banking System in Context of institutional transformation. *Scientific bulletin of Polissia*. 2017. No. 4 (12). P. 62–70.

6. Binder C. Fed speak on main street: Central bank communication and household expectations. *Journal of Macroeconomics*. 2017. 52(C). P. 238–251.

7. Haldane A. G. Speech: A Little More Conversation. A Little Less Action. Federal Reserve Bank of San Francisco Macroeconomics and Monetary Policy Conference 31 March 2017. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/news/speeches>

8. Haldane A., McMahon M. Central Bank Communications and the General Public. *AEA Papers and Proceedings*. 2018. 108. P. 578–583.

9. Ломачинська І. А. Фінансова грамотність як основа оптимізації фінансової поведінки в умовах глобальної трансформації. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. 2011. Том 16, випуск 20. С. 115–125.

10. World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org/>

11. Bank of Japan. URL: <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>

12. Bank of England. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/>

13. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

14. Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/>

15. Ломачинська І. А. Архітектура фінансової системи України : теоретичні основи оптимізації в сучасних умовах. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2011. 41(2). С. 244–249.

16. Якубовський С., Алексєєвська Г. Нетрадиційні методи монетарної політики : теоретичні аспекти та практика застосування в ЄС та США. *Ринкова економіка : сучасна теорія і практика управління*. 2017. Т. 16, вип. 3. С. 32–40.

17. Горняк О., Ломачинська І., Мумладзе А. Кредитне та кількісне пом'якшення в системі монетарного регулювання в умовах глобальної нестабільності: досвід розвинених країн. *Економічний простір*. 2020. № 156. С. 9–14.

18. Ломачинська І., Масленников Є., Мумладзе А. Від'ємні відсоткові ставки як інструмент нетрадиційної монетарної політики

та їх вплив на економіку та фінансові ринки. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2020. Випуск 4(78). С. 7–15.

19. IMF AREAER Database. URL: <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Home.aspx>

20. Potter S., Smets F. Unconventional monetary policy tools : a cross-country analysis. *CGFS Papers*. 2019. No. 63. P. 1–85.

21. Dell’Ariccia G., Rabanal P., Sandri D. Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*. 2018. No. 32 (4). P. 147–172.

22. Simon M. Potter, Frank Smets. Unconventional Monetary Policy Tools: a Cross-Country Analysis. *CGFS Papers*. 2019. No 63. P. 1–85.

23. Giovanni Dell’Ariccia, Pau Rabanal and Damiano Sandri Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*. 2018. No 32 (4). P. 147–172.

24. Kuttner K. N. *Outside the Box : Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond*. National Bureau of Economic Research. 2018. URL: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/10/WP47-Kuttner.pdf>

25. Denmark’s national bank. URL: <https://www.nationalbanken.dk/da>

26. Swiss National Bank. URL: <https://www.snb.ch/en/>

27. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/>

28. Boucinha M., Burlon L. Negative rates and the transmission of monetary policy. *ECB Economic Bulletin*. 13 May 2020. Iss. 3. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202003_02~4768be84e7.en.html#toc2

29. Klein M. Implications of negative interest rates for the net interest margin and lending of euro area banks. *BIS Working Papers*. 2020. No 848. 37 p.

30. Altavilla C., Burlon L., Giannetti M., Holton S. Isthere a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *ECB Working Paper Series*. June 2019. No 2289. 55 p.

31. Jobst A., Lin H. Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area. *IMF Working Paper*. WP/16/172, 2016. 48 p.

32. Carbo-Valverde S., Cuadros-Solas P. J., Rodriguez-Fernandez F. *Intermediation Below Zero: Effects of Negative Interest Rates on Banks' Performance and Lending*. FUNCAS. 19 Dec 2019. 61 p.

33. Inoue H., K. Nakashima and K. Takahashi. *Credit Allocation and Real Effects of Negative Interest Rates: Micro-Evidence from Japan*. Ottawa, Kobe, Osaka, 2019. URL: https://www.researchgate.net/publication/339209533_Credit_Allocation_and_Real_Effects_of_Negative_Interest_Rates_Micro-Evidence_from_Japan

34. Eggertsson T. *Economic Behavior and Institutions: Principles of Neoinstitutional Economics*. N.Y. : Cambridge University Press, 1990. 248 p.

35. Turner A. *Between debt and the devil. Money, credit and fixing global finance*. Princeton University Press, 2016. 320 p.

36. Lomachynska I., Maslennikov Y., Yakubovska M. Information tools of unconventional monetary policy. *2020 International Scientific-Practical Conference Problems of Infocommunications. Science and Technology (PIC S&T)*, Kharkov, Ukraine, 6–9 October 2020.

37. Feltri S. What Comes Next for Economic Policies to Combat Covid-19? A Conversation Between Six Booth Faculty. *Promarket*. 1 July, 2020. URL: <https://promarket.org/2020/07/01/what-comes-next-for-economic-policies-to-combat-covid-19-a-conversation-between-six-booth-faculty/>