

ЕКОНОМІЧНА ТЕОРІЯ ТА ІСТОРІЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ДУМКИ

УДК 336.7:339.7

DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2020-4-1>**Ломачинська І.А.**

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри економіки та підприємництва
Одеського національного університету імені І.І. Мечникова

Масленніков Є.І.

доктор економічних наук, професор,
професор кафедри менеджменту та інновацій
Одеського національного університету імені І.І. Мечникова

Мумладзе А.О.

старший викладач кафедри економіки та підприємництва
Одеського національного університету імені І.І. Мечникова

Lomachynska Iryna, Maslennikov Eugen, Mumladze Anzor
Odessa I.I. Mechnikov National University

**ВІД'ЄМНІ ВІДСОТКОВІ СТАВКИ ЯК ІНСТРУМЕНТ
НЕТРАДИЦІЙНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ
ТА ЇХНІЙ ВПЛИВ НА ЕКОНОМІКУ І ФІНАНСОВІ РИНКИ**

**NEGATIVE INTEREST RATES AS AN INSTRUMENT
OF UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY
AND THEIR IMPACT ON THE ECONOMY AND FINANCIAL MARKETS**

У статті наведено дослідження застосування політики від'ємних відсоткових ставок (NIRP) із часів світової кризи 2008–2009 рр. у розвинених країнах. Зокрема, досліджено NIRP та її вплив на економіку та фінансові ринки Данії, Швейцарії, Швеції, Єврозони, Японії. Виявлено, що, застосовуючи цей інструмент, ЦБ керувалися різними цілями. ЄЦБ і Банк Японії застосували від'ємні ставки в напрямі розширення своїх нетрадиційних заходів монетарної політики, а Данія, Швеція, Швейцарія – для подолання наслідків кризи Єврозони. Від'ємні відсоткові ставки в Данії та Швейцарії були спрямовані на коригування обмінного курсу і стримування спекулятивних операцій, а в Єврозоні, Швеції, Японії – на боротьбу з дефляційними тенденціями. Узагальнюючи, слід відзначити, що від'ємні відсоткові ставки відіграють важливу роль у стимулюванні змін ставок грошового ринку з метою стимулювання інфляції та економічного зростання, а також є одним з основних інструментів підтримки стабільності обмінного курсу. Загалом від'ємні відсоткові ставки досягли поставлених перед ними цілей, хоча мають недоліки та ризики.

Ключові слова: монетарна політика, нетрадиційні інструменти, центральні банки (ЦБ), політика від'ємних відсоткових ставок (NIRP), макропруденційне регулювання.

В статье исследовано применение политики отрицательных процентных ставок (NIRP) со времен мирового кризиса 2008–2009 гг. в развитых странах. В частности, исследована NIRP и ее влияние на экономику и финансовые рынки Дании, Швейцарии, Швеции, Еврозоны, Японии. Выявлено, что, применяя этот инструмент, ЦБ руководствовались разными целями. ЕЦБ и Банк Японии применили отрицательные ставки в направлении расширения своих нетрадиционных мер монетарной политики, а Дания, Швеция, Швейцария – для преодоления последствий кризиса Еврозоны. Отрицательные процентные ставки в Дании и Швейцарии были направлены на корректировку обменного курса и сдерживание спекулятивных операций, а в Еврозоне, Швеции, Японии – на борьбу с дефляционными тенденциями. Обобщая, можно определить, что отрицательные процентные ставки играют важную роль в стимулировании изменения ставок денежного рынка с целью стимулирования инфляции и экономического роста, а также являются одним из основных инструментов поддержания стабильности обменного курса. В общем отрицательные процентные ставки достигли поставленных перед ними целей, хотя имеют недостатки и риски.

Ключевые слова: монетарная политика, нетрадиционные инструменты, центральные банки (ЦБ), политика отрицательных процентных ставок (NIRP), макропруденциальное регулирование.

This article presents a study of negative interest rate policy (NIRP) since the 2008–2009 global financial crisis in developed countries with powerful central banks and bank-oriented financial systems. In particular, NIRP and its impact on the economy and financial markets of Denmark, Switzerland, Sweden, the Eurozone, and Japan were studied. It was revealed that when applying this tool, the Central Banks were guided by different goals. The ECB and the Bank of Japan applied negative rates to expand their unconventional monetary policy measures, and Denmark, Sweden, Switzerland to overcome the consequences of the debt crisis in the Eurozone. The goal of negative interest rates in Denmark and Switzerland was to adjust the exchange rate and curb speculation, and in the Eurozone, Sweden, and Japan – to combat deflationary trends. A negative interest rate policy can have both positive and negative consequences for the economy. In particular, in addition to reducing the cost of borrowing, this policy also helps to weaken the country's exchange rate, making it less attractive for investment than in other currencies, but at the same time, a weaker currency gives a country's exports a competitive advantage and increases import costs. Summarizing, we can say that negative interest rates play an important role in stimulating changes in money market rates in order to stimulate inflation and economic growth, and is also one of the main tools for maintaining the stability of the exchange rate. But negative rates put downward pressure on the entire yield curve and narrow the margins that financial institutions make from lending. If ultra-low rates are used for too long, they severely damage the health of financial institutions, they can reduce the volume of lending to private enterprises and harm the economy. In general, negative interest rates have achieved their goals, although they have disadvantages and risks. In addition, to solve specific problems in order to support the transmission of monetary policy, it is advisable to apply microprudential and supranational and national macroprudential regulations in order to enhance the effectiveness and efficiency of non-traditional negative interest rates and monetary policy in general.

Key words: monetary policy, unconventional instruments, central banks, negative interest rate policy (NIRP), macroprudential regulation.

Постановка проблеми. З 1990-х рр. відсоткові ставки у провідних розвинених країнах знижувалися і залишаються низькими. А з моменту початку світової кризи у 2007 р. ЦБ поступово знизили свої відсоткові ставки до рівня близького до нуля у відповідь на серйозний спад глобальної економіки. При цьому криза в Єврозоні ще більше послабила перспективи глобального зростання. Зниження інфляції й інфляційних очікувань, а також короткострокові відсоткові ставки, що наблизились практично до нуля, призвели до того, що адаптивній монетарній політиці стало складніше знижувати реальні відсоткові ставки до рівня, відповідного стабільній інфляції та випуску. У результаті для стимулювання посткризової економіки були прийняті надзвичайні заходи монетарної політики, включаючи кредитне пом'якшення, викуп ЦБ державних і приватних цінних паперів, інформування про дії центральних банків щодо майбутньої монетарної політики, а також застосування від'ємних відсоткових ставок.

Політика від'ємних відсоткових ставок (NIRP), яка була прийнята після кризи 2007–2009 рр., стала кардинально новим інструментом монетарної політики. Вона передбачає, що власник надлишкових коштів не отримує доходу 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.

На момент визнання цього інструменту переважала думка, що це тимчасовий захід на період нестабільності. Але з часом ЦБ розвинених країн продовжували використовувати політику від'ємних відсоткових ставок і відкладали «нормалізацію» монетарної політики в результаті тривалої невизначеності глобальної економіки та міжнародних фінансових ринків. У результаті з'являється все більше прихильників того, що NIRP стає системним явищем, оскільки забезпечує вплив через різні канали на макрофінансову стабільність та економічне зростання, і з'являється потреба у розробленні нових інструментів макропруденційного регулювання, які б замінили «нормальні» відсоткові ставки і підвищили таким чином ефективність і результативність монетарного регулювання.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Різні аспекти нетрадиційної монетарної політики та її вплив на національну економіку й фінансові ринки ретельно досліджують безпосередньо ЦБ та міжнародні фінансові інституції, а також значна кількість закордонних науковців, серед яких слід відзначити B.S. Bernanke і V.R. Reinhart, B.P. Sack, D. Yilmaz, E. Ertürk і F. Eryilmaz, K. N. Kuttner, Roger Farmer і Pawel Zabczyk, H. Kuroda й ін., а також вітчизняні – Г. Азаренкова, А. Вожжов, О. Дзюблук, Г. Алексеевська і С. Якубовський [1–2], О. Кіреєва, І. Ломачинська [3–6], Т. Унковська та інші.

Безпосередньо питання від'ємних відсоткових ставок досліджують С. Altavilla, М. Boucinha і L. Burlon й ін. [7–8], М. Klein [9], S. Carbo-Valverde, P.J. Cuadros-Solas, F. Rodriguez-Fernandez [10], Y. Honda і Н. Inoue [11] та інші.

Постановка завдання. Невизначеність щодо каналів, ризиків, ефектів NIRP у системі нетрадиційного монетарного регулювання потребує подальшого теоретичного та емпіричного дослідження, оскільки для сучасного розвитку глобальної економіки та економік розвинених країн все ще характерна дефляція або низька інфляція, низькі відсоткові ставки, а також невизначеність щодо забезпечення довгострокового економічного зростання. Окрім цього, напрями й ефекти її впливу трансформуються і розширюються не лише щодо каналів, сфер, агентів, а й територіально. Отже, метою статті є вивчення досвіду застосування політики від'ємних відсоткових ставок (NIRP) розвиненими країнами та їхнього впливу на національну економіку й фінансові ринки на прикладі Єврозони, Данії, Швейцарії, Швеції, Японії.

Виклад основного матеріалу дослідження.

У період після 2009 р. центральні банки Швеції, Данії, Швейцарії, Японії і ЄЦБ застосували від'ємні відсоткові ставки (див. рис. 1). Розглянемо приклади цих країн і визначимо, яким чином NIRP вплинула на їхні фінансові ринки та економіку.

Європейський центральний банк (ЄЦБ) став першим ЦБ, який перемістив відсоткові ставки на негативну траєкторію у відповідь на несприятливі макроекономічні виклики. Основною метою монетарної політики ЄЦБ є забезпечення стабільності цін щодо досягнення встановленого цільового рівня – 2%. Але до 2014 р. інфляція в Єврозоні впала до 0,5%, найнижчого рівня з 2009 р. Оскільки очіувалося, що інфляція в Єврозоні буде значно нижче 2% протягом тривалого періоду, Рада керуючих ЄЦБ вирі-

шила знизити відсоткові ставки, яких у ЄЦБ три: гранична кредитна лінія (MLF) для одноденного кредитування банків, основні операції з рефінансування (MRO), депозитна лінія (DFR). Щоб підтримувати грошовий ринок, на якому банки кредитують один одного, ці ставки не можуть бути занадто близькими. Оскільки ставка за депозитами у 2014 р. вже була на рівні 0%, а ставка рефінансування – на рівні 0,25%, зниження ставки рефінансування до 0,15% означало, що ставка за депозитами була знижена до -0,1% для підтримки цього коридору [13]. Цей крок у червні 2014 р. зміцнив прогноз ЄЦБ щодо очікуваного майбутнього рівня відсоткових ставок і доповнив низку 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. У 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, саме тому є важливою змінною під час визначення 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].

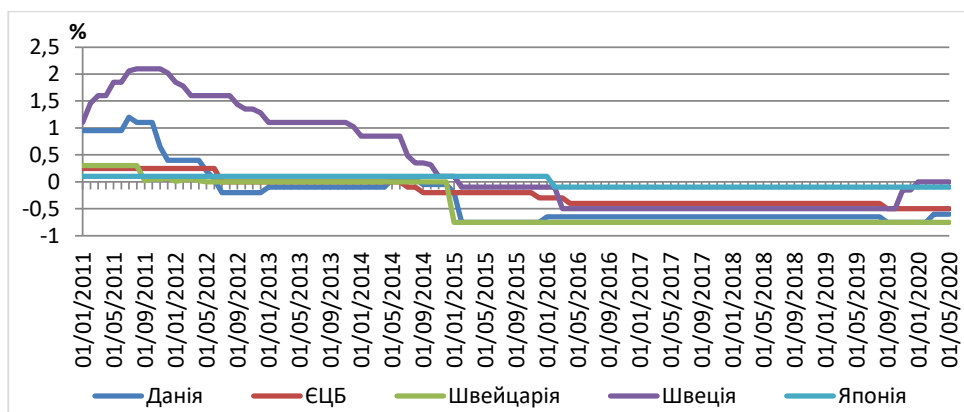


Рис. 1. Відсоткові ставки центральних банків, 2011–2020 рр.

Джерело: [12–16]

На думку Bousinha і Burlon [17], від'ємні відсоткові ставки знімають обмеження невід'ємності поточних і майбутніх очікуваних короткострокових ставок і дозволяють монетарному пристосуванню поширюватися по всій кривій прибутковості. При цьому збільшується попит інвесторів на активи з більш тривалим терміном погашення, ніж при позитивних ставках, що зумовлює подальший знижувальний тиск на строкову премію (компенсацію за невизначеність щодо майбутнього курсу відсоткових ставок).

Klein [9] дослідив вплив низьких позитивних і негативних ринкових відсоткових ставок на чисту відсоткову маржу банків в Єврозоні та на роздрібне кредитування і виявив, що негативні ставки прямо пов'язані з кредитуванням: коли кредитування менш прибуткове, банки його скорочують. Однак за негативних показників цей ефект зникає, що свідчить про те, що банки коригували свою ділову практику під час обслуговування нових кредитів, тим самим сприяючи зростанню нових кредитів в Єврозоні з 2014 р.

Bousinha і Burlon [17] вважають, що NIRP загалом не вплинула негативно на прибутковість банків в різних бізнес-моделях, хоча визнають, що деякі банки більш схильні до її сприйняття. При цьому більш негативний вплив NIRP має для банків, орієнтованих на роздрібні депозити. Проте 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. За оцінками [7; 17], 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 би зменшити його вартість і збільшити кредитування корпоративного сектору на 0,4%. Проте ЄЦБ визнає, що негативний вплив на чисту відсоткову маржу можливий, якщо відсотки будуть залишатися від'ємними тривалий час.

Carbo-Valverde й ін. [10] дослідили вплив від'ємних відсоткових ставок на банківський сектор країн ЄС і узагальнили, що банки в умовах від'ємних відсоткових ставок в період 2011–2018 рр. загалом зазнали зниження чистої відсоткової маржі 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 у Бельгії, Франції, Німеччині, Італії, Нідерландах, Польщі, Великій Британії, Іспанії – -26,4%. Більше того, більший негативний вплив зазнали банки з більш ліквідними активами, більшою капіталізацією, більшими резервами у ЦБ та ті, що мали більшу частку клієнтів-вкладників. Крім того, виявлено недосконалість механізму передачі від'ємних відсоткових ставок ЦБ, оскільки вони більшою мірою впливають на ставки за кредитами, ніж за депозитами, що зумовлює негативний вплив на чисту відсоткову маржу.

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, яка необхідна для створення і збереження здатності банків до посередництва і надання кредитів. 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 за низьких оцінок.

Розрахунки [17] демонструють, що в результаті впровадження від'ємних відсоткових ставок у 2014 р. та інших інструментів нетрадиційної політики в кінці 2019 р. забезпечено зростання реального ВВП на 2,5–3%. загалом, 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. Проте 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. Данія є частиною Європейського механізму обмінних курсів (ERM II) з 1999 р., і ЦБ зберігає вузьку прив'язку на рівні $\pm 2,25\%$, незважаючи 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 до ЦБ Данії

коригує відсоткові ставки та проводить валютні інтервенції, здійснюючи коригування ставок відповідно до динаміки відсоткових ставок ЄЦБ для того, щоб не було великого спреда між ними [12].

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 коригування 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, Національний банк 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.

Цікаво, що в розпал світової фінансової кризи після краху Lehman Brothers у вересні 2008 р. Національному банку Данії довелося підвищити свою відсоткову ставку, щоб захистити курс датської крони. Однак на прям тиску на обмінний курс швидко змінився, і через кілька місяців приплив капіталу в Данію збільшився, і, як результат, курс монетарної політики змінився. 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. 1). Подальше зниження у 2014р. до -0,75% було зумовлене зниженням відсоткової ставки ЄЦБ для своєї депозитної лінії. Але водночас 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 [12]. Це було зроблено для того, 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 із найбільших банків країни, що 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 за такими кредитами будуть дещо більші, 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), який у грудні 2014 р. оголосив про своє рішення застосувати від'ємні ставки для власників рахунків у ЦБ. Ставки почали діяти з 2015 р. Обґрунтуванням такої політики став обмінний курс франка, який необхідно було послабити щодо інших валют, зокрема до євро. В цьому ж році ЦБ Швейцарії відмовився від прив'язки франка до євро.

Оскільки швейцарський франк регулярно використовується як «валюта-притулок», 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, 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.

Нині SNB зберігає свою ставку рефінансування і ставку за кореспондентськими рахунками на рівні -0,75% через те, що франк усе 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 [14]. Отже, можна припустити, що

ставки ЦБ Швейцарії все ще будуть залишатися від'ємними, і не виключено, що вони ще будуть зниженні, 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.

Загалом Швейцарський національний банк 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 квартал 2020 р. – 39 млрд дол.) як результат волатильності, що сформувалась у результаті довготривалої нетрадиційної монетарної політики. Втрати SNB в основному пов'язані зі зниженням вартості активів в іноземній валюті, проте додаткові доходи забезпечили інвестиції у золото та активи у швейцарських франках.

Слідом 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) [15].

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 попере-

дніми вказівками, щоб підвищити інфляцію та запобігти подальшому зниженню інфляційних очікувань [15; 18]. 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. 1).

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 [19].

Активно використовує нетрадиційні монетарні інструменти Банк Японії, 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% [16]. 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.

Під час прийняття від'ємної відсоткової ставки Банк Японії керувався метою подальшого пом'якшення монетарної політики для

забезпечення впливу на довгострокові інфляційні очікування. Також впровадження NIRP, як і 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 їхні IT-системи і бізнес-процедури здатні впоратися зі введенням від'ємних відсоткових ставок.

Honda і Inoue [11] дослідили вплив NIRP Банку Японії у 2016 р. і виявили, що вони стимулювали приватні іпотечні інвестиції, зниження відсоткових ставок за облігаціями і необхідної норми прибутку японських акцій і, імовірно, зупинили зростання вартості національної валюти, підтримали зростання ділової активності. Водночас існують дослідження [20], які демонструють, що політика від'ємних відсоткових ставок у Японії зменшила обсяг кредитування, пов'язаного з інноваціями. Також менш фінансово стабільні банки збільшували кредитування ризикових фірм, фірм із високим ризиком банкрутства. Крім того, нефінансові компанії, що залучали кредити у банків, які були більш схильних до від'ємних відсоткових ставок, змінювали корпоративну політику та зменшували капіталовкладення. Отже, від'ємні відсоткові ставки впливають на економіку через розподіл кредитів.

Висновки. Найбільш характерною особливістю нетрадиційної монетарної політики стало застосування деякими ЦБ розвинених країн політики від'ємних відсоткових ставок, що є безпрецедентним і раніше взагалі не сприймалося як можлива реальність. NIRP особливо поширена в європейських країнах, а також її застосовує і Банк Японії, в архітектурі фінансових систем яких домінує саме банківський сектор [21].

ЄЦБ і Банк Японії застосували від'ємні ставки в напрямі 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 спрямовані на коригування 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. Основним каналом NIRP є

грошовий ринок, який стимулює реальну економіку за рахунок збільшення кредитування економічних агентів. Хоча при деяких обставинах, особливо в довгостроковій перспективі, низькі відсоткові ставки можуть викликати «обернений ефект» – звуження кредитування і занижені інфляційні очікування.

Від'ємні відсоткові ставки мають знижувальний тиск на всю криву прибутковості й звужують маржу, яку фінансові установи заробляють на кредитуванні. Це може негативно позначитися на прибутковості і стійкості фінансових установ, якщо будуть діяти наднизькі ставки в довгостроковому періоді. Отже, щоб політика була ефективною, необхідно забезпечити правильну передачу її імпульсів, зокрема шляхом чіткого і зрозумілого спілкування між контрагентами фінансового ринку щодо їх підготовки до політики, пов'язаної з від'ємними ставками, та правильним розумінням й інтерпретацією дій ЦБ. Практика демонструє, що відбувається розширення кредитування, зокрема, в результаті того, що депонування надмірної ліквідності в ЦБ є ще більш витратним. Крім того, банки не зацікавлені в перекладанні витрат на клієнтів, тому орієнтовані на отримання додаткового доходу від зростання посередництва, зниження витрат на резервування в результаті зростання кредитоспроможності позичальників. Втім іноді від'ємні ставки потенційно можуть бути стримуючими, оскільки можуть змушувати банки скоротити кредитування та/або підвищити ставки.

Слід розуміти, що передача монетарної політики за від'ємних відсотків може бути послаблена, якщо інвестори або банки будуть накопичувати кошти замість того, щоб перебалансовувати свої портфелі в бік більш довгострокових або більш ризикованих активів. Окрім цього, вкладники можуть переорієнтуватися на накопичення готівки, послуги небанківських фінансових установ, а також привести до зростання тіньових операцій.

Важливо відзначити й те, що NIRP впливає не лише на інфляцію, ВВП, а й на рівні макроекономіки – на валютний курс, приток інвестицій, експорт, імпорتنі витрати, розповсюдження суверенного боргу на приватний сектор; на рівні фінансового сектору – на його ринкову структуру щодо зростання небанківських фінансових установ і тіньових банківських послуг, на зростання боргових ринків і відповідних ризиків фінансової стабільності, на чисту маржу банківських установ та ризики їх діяльності, на накопичення або викривлення ліквідності на короткострокових ринках, а також викривлення цін на активи та появу «бульбашок» на ринку нерухомості; на мікрорівні – на

структуру і вартість капіталу господарюючих суб'єктів, рівень їх кредитоспроможності, зниження якості корпоративних угод, підтримку «фірм-зомбі», що знижує середню продуктивність, кредитування інновацій і нововведень, капіталовкладення, потенціал зростання більш продуктивних і стійких підприємств тощо.

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 загалом.

Список використаних джерел:

1. Якубовський С.О. Алексеевська Г.С. Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові ринки: теоретичний аспект. *Вісник Одеського національного університету. Серія : Економіка*. 2017. Т. 22, вип. 12. С. 24–27.
2. Якубовський С., Алексеевська 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.
3. Lomachynska I. Modernization of structure of financial systems with the development of FinTech. *Scientific approaches to modernization of economic system : development trends*. Lviv-Toruń : 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. Том 20, вип. 6. С. 202–206.
5. Горняк О.В., Ломачинська І.А., Мумладзе А.О. Кредитне та кількісне пом'якшення в системі монетарного регулювання в умовах глобальної нестабільності : досвід розвинених країн. *Економічний простір*. 2020. № 156.
6. 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.
7. Altavilla C., Andreeva D.C., Boucinha M., Holton S. *Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area*. *ECB Occasional Paper Series*. May 2019. No 222. 47 p.
8. Altavilla C., Burlon L., Giannetti M., Holton S. Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *ECB Working Paper Series*. June 2019. No 2289. 55 p.
9. 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.
10. 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.
11. Honda Y., Inoue H. The effectiveness of the negative interest rate policy in Japan: An early assessment. *Journal of the Japanese and International Economies* June 2019. No 52. P. 142–153.
12. Denmark's national bank. URL: <https://www.nationalbanken.dk/da>
13. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
14. Swiss National Bank. URL: <https://www.snb.ch/en/>
15. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/>
16. Bank of Japan. URL: <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>
17. 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
18. 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.
19. Anders J., Risbjerg L. Economics Negative Interest Rates. *Monetary Review*. 2012. Part 1. P. 59–72.
20. Inoue, H., K. Nakashima and K. Takahashi. Credit Allocation and Real Effects of Negative Interest Rates: Micro-Evidence from Japan, mimeo. 2019.
21. Ломачинська І.А. Архітектура фінансової системи України : теоретичні основи оптимізації в сучасних умовах. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2011. № 41(2). С. 244–249.

References:

1. Yakubovskiy S. Alekseevskaya H., (2017) Vplyv netradytsiynykh metodiv monetarnoi polityky na finansovi rynky: teoretychnyi aspekt [The influence of monetary policy unconventional methods on financial markets: a theoretical aspect]. *Odesa National University Herald. Economy*, vol. 22, iss. 12, pp. 24–27.

2. Yakubovskiy S., Alekseevska H. (2017). Netradytsiyni metody monetarnoyi polityky: teoretychni aspekty ta praktyka zastosuvannya v EU ta USA [Non-traditional monetary policy methods: theoretical aspects and application practice in the EU and the USA]. *Market Economy: Modern Management Theory and Practice*, vol. 16, iss. 3, pp. 32–40.
3. Lomachynska I. (2020). Modernization of structure of financial systems with the development of FinTech. *Scientific approaches to modernization of economic system: development trends*. Lviv-Torun: LihaPres, pp. 363–382.
4. Bychkova N., Lomachynska I., Mumladze A. (2015). Rol bankivskoi systemy u finansializatsii ekonomichnoho rozvytku Ukrainy [Role of the Banking System in Financialization Economic Development of Ukraine]. *Odesa National University Herald. Economy*, vol. 20, iss. 6, pp. 202–206.
5. Gornyak O., Lomachynska I., Mumladze A. (2020). Kredytne ta kilsne pomyakshennya v systemi monetarnogo reguluvannya v umovakh global'noyi nestabil'nosti: dosvid rozvy'nenny'x krayin [Credit and quantitative easing in the monetary regulation system in the conditions of global instability: the developed countries' experience]. *Economic scope*, no. 156.
6. Maslennikov E. I., Lomachynska I. A., Bychkova N. V. (2017). Ensuring Stability of Ukrainian Banking System in Context of institutional transformation. *Scientific bulletin of Polissia*, no. 4 (12), pp. 62–70.
7. Altavilla C., Andreeva D. C., Boucinha M., Holton S. (2019). *Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area*. *ECB Occasional Paper Series*, no. 222, 47 p.
8. Altavilla C., Burlon L., Giannetti M., Holton S. (2019). Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *ECB Working Paper Series*, no. 2289, 55 p.
9. Klein M. (2020). Implications of negative interest rates for the net interest margin and lending of euro area banks. *BIS Working Papers*, no. 848, 37 p.
10. Carbo-Valverde S., Cuadros-Solas P. J., Rodriguez-Fernandez F. (2019). Intermediation Below Zero: Effects of Negative Interest Rates on Banks' Performance and Lending. *FUNCAS*, 61 p.
11. Honda Y., Inoue H. (2019). The effectiveness of the negative interest rate policy in Japan: An early assessment. *Journal of the Japanese and International Economies*, no. 52, pp. 142–153.
12. Denmark's national bank. Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da>
13. European Central Bank. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
14. Swiss National Bank. Available at: <https://www.snb.ch/en/>
15. Sveriges Riksbank. Available at: <https://www.riksbank.se/>
16. Bank of Japan. Available at: <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>
17. Boucinha M., Burlon L. (2020). Negative rates and the transmission of monetary policy. *ECB Economic Bulletin*, iss. 3. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202003_02~4768be84e7.en.html#toc2
18. Jobst A., Lin H. (2016). Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area. *IMF Working Paper*, WP/16/172, 48 p.
19. Anders J., Risbjerg L. (2012). Economics Negative Interest Rates. *Monetary Review*, part 1, pp. 59–72.
20. Inoue, H., K. Nakashima and K. Takahashi (2019). Credit Allocation and Real Effects of Negative Interest Rates: Micro-Evidence from Japan, mimeo.
21. Lomachynska I. A. (2011). Arkhitektura finansovoyi systemy Ukrainy: teoretychni osnovy optymizatsiyi v suchasnykh umovakh [Architecture of the financial system of Ukraine: theoretical foundations of optimization in modern conditions]. *Bulletin of socio-economic research*, 41(2), pp. 244–249.