

УДК 336.71.078.3

DOI: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/164-2>**Ніколаєв Ю. О.**кандидат економічних наук, доцент,
Одеський національний університет імені І.І. Мечникова
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0365-7721>**Nikolayev Yuriy**

Odessa I.I. Mechnikov National University

ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА В КРИЗОВИХ УМОВАХ

Під час дослідження впливу грошово-кредитної політики Європейського центрального банку (ЄЦБ) на фінансові індикатори країн Центральної та Східної Європи виявлено, що кризова (нетрадиційна) грошово-кредитна політика ЄЦБ, зокрема кількісне пом'якшення, спрямоване на зниження довгострокових процентних ставок, вплинула на прибутковість державних облігацій практично всіх країн ЄС, а не тільки країн – членів зони євро. У дослідженні доведено, що, з одного боку, кризова (нетрадиційна) грошово-кредитна політика може стимулювати економічне зростання, а з іншого – створювати суттєві ризики для подальших можливостей за допомогою цієї ж політики протидіяти кризовим явищам у майбутньому. Виявлено, що проведення нетрадиційної грошово-кредитної політики і збільшення балансу ЄЦБ впливають на потоки інвестицій в окремі країни, але переважно це боргові інструменти як у прямих, так і в портфельних інвестиціях. У період загострення економічної і боргової криз, які негативно позначилися на країнах зони євро, зацікавленість інвесторів до країн ЦСЄ зростає завдяки більш високим ставкам і зростанню доходів.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, фінансові індикатори, Європейський центральний банк, кількісне пом'якшення, економічне зростання, кризові явища.

MONETARY POLICY IN CRISIS

The article is devoted to the study of conditions of application and influence of non-traditional monetary policy of central banks of developed countries on national economies and economies of emerging market countries. Based on critical analysis and systematization of basic research on the analysis of non-traditional monetary policy and its impact on the economies of different countries, it is substantiated that non-traditional monetary policy is a set of measures aimed at restoring the transmission mechanism and eliminating financial market imbalances. The main tools of non-traditional monetary policy are - previous management, quantitative easing; credit easing; negative interest rates, qualitative mitigation. Relevant areas of research on the financial performance of economies were also justified, as monetary policy directly affects interest rates, money supply, exchange rates, availability of credit, and through the financial sector to other sectors of the economy. During the aggravation of the economic and debt crisis, which had a negative impact on the Eurozone countries, investors' interest in CEE countries increased due to higher interest rates and the opportunity to make more profits. The study of the impact of the ECB's monetary policy on the financial indicators of Central and Eastern Europe revealed that the ECB's unconventional policy, including quantitative easing aimed at lowering long-term interest rates, affected the yield on government bonds of almost all EU countries, not only member states. euro area, which generally declined after 2014. Non-traditional monetary policy and an increase in the ECB's balance sheet also affect investment flows to CEE countries, but are mainly debt instruments in both direct and portfolio investment. The opposite situation is observed in the Eurozone countries with a high debt burden, especially in Greece and Italy. Despite the fact that the ECB's policy has led the euro area countries with a high level of debt to reduce the debt-to-GDP ratio, there is a tendency to increase the share of public debt payments to GDP. In this situation, the ECB simply cannot significantly change the purpose of its monetary policy, because any, even small, increase in the discount rate will lead to a new debt crisis in the Eurozone with its epicenter in Italy and Greece. The study of the impact of non-traditional policies of the Bank of Japan, the Fed and the ECB on the economy of Ukraine confirms the hypothesis that the actions of the ECB have the greatest impact on the financial performance of Ukraine. The analysis shows the impact of non-traditional monetary policy on the exchange rate of the Ukrainian hryvnia to the euro, US dollar and Japanese yen, but it was not significant. This is due to the fact that monetary policy in Ukraine only in 2015 actually moved from a fixed exchange rate to a floating exchange rate and began to apply inflation targeting. Announcements of non-traditional monetary policy have also affected government bond yields and stock indices, but the Ukrainian stock market is underdeveloped and has little effect. The main influence was the first programs of non-traditional monetary policy of the ECB, the USA and the Bank of Japan. In times when non-traditional measures were just being introduced and difficult to regulate and predict. Thus, it was proved that, on the one hand, unconventional monetary policy can stimulate economic growth, and on the other hand, create significant risks for further monetary policy opportunities to counter future crises.

Keywords: monetary policy, financial indicators, the European Central Bank, quantitative easing, economic growth, crises.

JEL classification: F30, F33, F36, F37, F39

Постановка проблеми. Сьогодні грошово-кредитна політика має значний вплив на стан і тенденції розвитку економіки кожної країни. Вона є однією з ключових політик управління державою. Розвиток економічних відносин у ринкових умовах нерідко супроводжується кризами. Остання світова фінансова криза охарактеризувалася великими масштабами знецінення

активів, значним географічним охопленням, різними формами прояву в різних групах країн, а також безпрецедентними антикризовими заходами. Разом із тим дана криза підтвердила невідповідність існуючих традиційних грошово-кредитних інструментів вимогам та викликам сучасного розвитку міжнародних економічних відносин, що зумовило їх кардинальну трансфор-

мацію. У зв'язку із цим дослідження основних напрямів модернізації інструментів грошово-кредитної політики набуває особливої актуальності з наукового та практичного погляду.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Основи функціонування кризової (нетрадиційної) грошово-кредитної політики Японії були предметом дослідження таких науковців, як Х. Шенкелберг [1, с. 327], С. Ватцка, Ф. Хаяші [2, с. 22], Дж. Коеда, Т. Куросакі, К. Міура, Т. Ямада, С. Шираї та ін. Нетрадиційну монетарну політику США досліджували Е.Т. Свенсон, К. Феміне, С. Фрідман, Б. Сак, Е.А. Фармер, Д.Дж. Льюїс. Вагомий внесок у дослідження кризової (нетрадиційної) грошово-кредитної політики ЄЦБ зробили П. Аббасі [3, с. 945], Т. Лінцерт [3, с. 954], Л. Гамбетті [4, с. 54], А.Т. Муссо та ін. Механізми передачі та впливу кризових (нетрадиційних) методів грошово-кредитної політики на економіку інших країн, зокрема країн із ринком, що формується, досліджували А.П. Серра [5, с. 40], Е. Феррейра, М. Фалагіарда, С. Фукуда, А. Сіарлон, А.А. Колабелла, Т.А. Родіонова [6, с. 23], С.О. Якубовський [7, с. 91], О.В. Рогач та ін.

Водночас за всієї широті та глибині проведених досліджень у сфері грошово-кредитного регулювання вони не є вичерпними, тому що швидкість змін світової економічної ситуації потребує постійного поглиблення існуючих і розвитку нових гіпотез і досліджень. Науковий дискурс стосовно місця та ролі грошово-кредитної політики, а зокрема її нетрадиційних інструментів в управлінні державою, питання їхнього впливу на фінансові системи країн різних регіонів світу, ефективності в регулюванні диспропорцій міжнародної фінансової системи та здатності центральних банків адекватно реагувати на нові зміни та шоки потребують подальшого наукового дослідження. У цьому контексті запропоноване у статті вивчення прикладів застосування нетрадиційних методів монетарної політики, аналіз їх ефективності на національному рівні та вплив на інші країни, зокрема на українську економіку, є надзвичайно актуальними.

Мета статті полягає у комплексному дослідженні теорії та практики застосування Банком Японії, Європейським центральним банком і Федеральною резервною системою США кризових (нетрадиційних) методів монетарної політики в умовах глобальної економічної нестабільності і кризових явищ, виявленні та узагальненні їхнього впливу на фінансові показники Японії, США, країн Євросоюзу а також на країни з ринком, що формується.

Виклад основного матеріалу. У зв'язку з новою кризою 2020 р. банк Японії опублікував керівництво «Поліпшення монетарного ослаблення у свілі впливу спалаху нового коронавірусу (COVID-19)», в якому було сказано, що з урахуванням погіршення економічного стану в світі, у в тому числі в Японії, Банк Японії вважає за доцільне посилити пом'якшення грошово-кредитної політики за допомогою:

– подальшого збільшення пропозиції коштів шляхом проведення різних операцій, включаючи купівлю японських державних облігацій (JGB), і операцій із надання коштів у доларах США;

– заходів щодо сприяння корпоративному фінансуванню, включаючи введення нової операції і збільшення покупок комерційних цінних паперів і корпора-

тивних облігацій. Банк прийняв рішення про введення нової операції з надання кредитів під корпоративний борг (близько 8 трлн ієн на кінець лютого 2020 р.) як забезпечення під процентну ставку 0% із терміном погашення до одного року. Сума непогашених кредитів буде включена в макрододаткові баланси на поточних рахунках, які перебувають у фінансових установах Банку;

– активних покупок корпоративних облігацій біржових фондів (ETF) та інвестиційних фондів Японії (J-REIT) [7, с. 88].

Також в останньому керівництві щодо монетарної політики від 22 травня 2020 р. зазначено, що банк Японії застосовує негативну відсоткову ставку в розмірі мінус 0,1% до залишків на поточних рахунках, які перебувають у фінансових установах банку. Банк купуватиме японські державні облігації (JGB), щоб 10-річна прибутковість JGB залишалася на рівні близько 0%. При цьому прибутковість може рухатися вгору і донизу до деякої міри, переважно залежно від розвитку економічної активності та ціни. Також нині Банк Японії буде активно купувати ETF та J-REIT, щоб їх непогашені суми збільшувалися у річному вираженні з верхньою межею близько 12 трлн ієн і близько 180 млрд ієн відповідно. Що стосується комерційних цінних паперів і корпоративних облігацій, Банк збереже свої непогашені суми на рівні близько 2 трлн ієн і близько 3 трлн ієн відповідно. З березня 2021 р. банк здійснюватиме додаткові покупки з верхньою межею непогашених сум у 7,5 трлн ієн за кожен актив [2, с. 19].

Банк Японії сьогодні продовжує нетрадиційну монетарну політику і майже кожного місяця публікує керівництво щодо проведення заходів монетарної політики, де зазначає ті заходи, які застосовуватимуться до внесення відповідних змін, у тому числі зазначаються рівень відсоткових ставок й обсяги купівлі активів.

Незважаючи на величезні масштаби монетарного пом'якшення і різноманітність інструментів монетарної політики, Банк Японії не зміг досягти мети в 2% стабільності цін за останні роки після впровадження нетрадиційної політики. Середній рівень інфляції протягом 2010–2019 рр. становив лише 0,5%.

Також надлегка грошово-кредитна політика може призвести до неефективного розподілу капіталу. Зміни відсоткових ставок впливають не лише на рівень інвестицій, а й на структуру інвестицій та, як наслідок, на основний капітал, який значною мірою визначає майбутні виробничі можливості. Чим довше ринкові відсоткові ставки штучно підтримуються на низькому рівні грошово-кредитною політикою, тим більше інвестиційних рішень ґрунтується на неточних сигналах відсоткових ставок. Подібні ефекти спостерігалися під час останньої фінансової кризи, зокрема бум будівництва. Занадто низькі відсоткові ставки можуть спонукати продовжувати фінансувати бізнес, який є неплатоспроможним, оскільки альтернативні витрати непрацюючих позик зменшуються в умовах низьких відсоткових ставок.

Казначейські цінні папери США грають важливу роль у світовій економіці, тому що долар США є основною резервною валютою. Якщо покупка активів США зменшує прибутковість довгострокових облігацій у США, інвестори можуть звернутися до активів ринків, що розвиваються, з аналогічними термінами

погашення, щоб скорегувати свій прибуток із більш високим ризиком [4, с. 37]. На європейському рівні, коли Європейський центральний банк купує короткострокові і довгострокові державні облигації з Єврозони, це викликає зниження прибутковості цих цінних паперів порівняно із зобов'язаннями країн Центральної та Східної Європи, наприклад.

Дійсно, цей канал може бути особливо важливий у разі нестандартної монетарної політики, оскільки вона, як правило, призначена для роботи через зміни цін і прибутковості внутрішніх активів. Зокрема, у стандартній моделі балансу портфеля, покупки Європейським центральним банком (ЄЦБ) короткострокових і довгострокових державних облигацій зони євро знизять їх прибутковості порівняно з порівняними облигаціями країн ЦСЄ. Інвестори можуть звернутися до активів у Центральній і Східній Європі для отримання більш високої прибутковості з поправкою на ризик, що призведе до зниження прибутковості облигацій і підвищення цін на активи після уведення банком ЄЦБ заходів акомодатії [3, с. 951].

Наступний каналом механізму передачі нетрадиційної грошово-кредитної політики є канал ліквідності, який іноді називають каналом банківського фінансування [5, с. 24]. Відповідно до досліджень, що підтримують цю точку зору, вплив нетрадиційних інструментів слід розглядати, головним чином, через збільшення зобов'язань центрального банку і пропозиції резервів. Таким чином, така політика повинна поліпшити баланс фінансових установ і збільшити загальну доступність зовнішнього фінансування для економічних агентів. Щоб бути ефективним, нетрадиційний інструмент повинен, відповідно до каналу ліквідності, сприяти доступній ліквідності (резервам) для фінансових установ. Прикладами таких заходів є довгострокові операції на відкритому ринку і посилення підтримки ліквідності для певних сегментів ринків [7, с. 82].

У зв'язку з глобалізацією фінансового ринку нетрадиційна монетарна політика може значно підвищувати рівень глобальної ліквідності. Незважаючи на наміри урядів розвинених країн протягом тривалого часу підтримувати низькі відсоткові ставки, має місце факт збереження високих відсоткових ставок урядами країн, що розвиваються. Останні активно трансформуються і мають високі перспективи зростання. У зв'язку із цим нетрадиційні заходи, зокрема кількісне пом'якшення, можуть стимулювати потоки капіталу в країни з ринком, що формується, з більш високою прибутковістю. Це може викликати зростання споживчих цін у країнах із нетрадиційною монетарною політикою, а також тривалий період низьких процентних ставок може змусити банки таких країн помилково оцінювати ризики [1, с. 349].

Також нетрадиційні заходи монетарної політики через канал міжнародної ліквідності можуть вплинути на умови кредитування в країнах, що розвиваються, наприклад за рахунок полегшення доступу банків до міжбанківських ринків. Зокрема, зростання ліквідності в зоні євро в результаті політики ЄЦБ впливає на країни, в яких дуже багато банків, материнські компанії яких розташовані в розвинених країнах зони євро. Особливо це відбувається в країнах Центральної та Східної Європи. Зниження відсоткової ставки на міжбанківських ринках країн Єврозони викликає аналогічне зни-

ження вартості рефінансування для дочірніх компаній. Таким чином, банки, що працюють у країнах із ринком, що формується, можуть отримати дешеву ліквідність від материнських банків, замість дорогої ліквідності на місцевому міжбанківському ринку.

Висновки. Результати проведеного дослідження дають можливість зробити такі висновки.

Японія стала першою країною, яка почала застосовувати нетрадиційні методи монетарної політики для боротьби з дефляційними процесами в економіці, які почалися в кінці минулого століття. Сьогодні всі досліджені нами японські банки застосовують нетрадиційну монетарну політику, а нові кризові явища та виклики, зокрема несприятлива епідеміологічна ситуація в 2020–2021 рр., спонукають центральні банки всіх розвинених країн збільшувати масштаби кількісного пом'якшення.

Нами встановлено, що нетрадиційна монетарна політика центральних банків розвинених країн підтримала економічне зростання. Було помітним зростання ВВП, поліпшення промислового виробництва, фінансових умов, також були досягнуті цілі щодо зниження довгострокової дохідності, які вплинули на обмінні курси. Але, незважаючи на величезні масштаби і різноманітність інструментів монетарного пом'якшення, головна ціль – стабільний рівень інфляції в розмірі 2% на рік – жодним банком економічно розвинених країн не була досягнута за останні роки після впровадження нетрадиційної монетарної політики.

Нетрадиційна монетарна політика створила нові системні ризики, які виникли в результаті: стрімкого збільшення балансу центральних банків, деякого гальмування фінансових ринків за рахунок стримування волатильності цін на активи, схильності економік до дешевого фінансування і вичерпання можливостей для подальшого монетарного стимулювання в майбутніх кризах.

Занадто стимулююча монетарна політика в умовах сильного розширення балансу центральних банків може призвести до перегріву економіки, високої інфляції або пузирів активів. Також вихід зі стимулюючої монетарної політики і кількісного пом'якшення може бути надзвичайно складним. Баланси центральних банків надзвичайно великі, і це зумовлює те, що центральні банки матимуть серйозні проблеми на шляху до нормалізації грошово-кредитної політики. Основними проблемами будуть масштабні корегування у цінах на цінні папери, можливе посилення інфляції вище цілей центральних банків, через збільшення прибутковості державних облигацій можуть знову виникнути кризи суверенного боргу.

Незважаючи на позитивні результати, може виникнути спокуса зловживати нетрадиційною монетарною політикою. Треба розуміти, що ця політика не повинна перерости в націоналізацію активів, а повинна бути гнучким способом реагування на недосконалість фінансових ринків шляхом виведення ризику із системи, коли премії за ризик зростають і змінюються. Усі ці ризики слід приймати до уваги центральним банкам, проводячи нетрадиційну монетарну політику. Ця політика повинна бути ретельно відкалібрована до потреб економіки.

Таким чином, з одного боку, кризова (нетрадиційна) грошово-кредитна політика може стимулювати економічне зростання, а з іншого – створювати суттєві ризики для подальших можливостей монетарної політики протидіяти кризовим явищам у майбутньому.

Список використаних джерел:

1. Schenkelberg H., Watzka S. Real effects of quantitative easing at the zero lower bound – structural VAR-based evidence from Japan. *Journal of International Money and Finance*. 2019. № 33. P. 327–357.
2. Hayashi F., Koeda J. Exiting from QE. *NBER Working Paper*. 2020. № 19938. P. 1–22.
3. Abbassi P., Linzert T. The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis. *Journal of Macroeconomics*. 2020. № 34. P. 945–954.
4. Gambetti L., Musso A. The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP). *European Central Bank Working Paper*. 2020. № 2075. P. 1–43.
5. Serra A.P., Ferreira E. ECB, BoE and Fed Monetary-Policy announcements: price and volume effects on European securities markets. *Banco de Portugal, Economics and Research Department Working Papers*. 2020. № 201914. P. 1–40.
6. Родіонова Т.А. Дохідність іноземних інвестицій у країнах із ринком, що формується : автореф. дис. Харків : Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна. 2014. С. 1–23.
7. Yakubovskiy S., Rodionova T., Derkach T. Impact of foreign investment income on external positions of emerging markets economies. *Journal Transition Studies Review*. 2020. № 26(1). P. 81–91.

References:

1. Schenkelberg H., Watzka S. (2019) Real effects of quantitative easing at the zero lower bound – structural VAR-based evidence from Japan. *Journal of International Money and Finance*, no. 33, pp. 327–357.
2. Hayashi F., Koeda J. (2020). Exiting from QE. *NBER Working Paper*, no. 19938, pp. 1–22.
3. Abbassi P., Linzert T. (2020) The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis. *Journal of Macroeconomics*, no. 34, pp. 945–954.
4. Gambetti L., Musso A. (2020) The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP). *European Central Bank Working Paper*, no. 2075, pp. 1–43.
5. Serra A.P., Ferreira E. (2020) ECB, BoE and Fed Monetary-Policy announcements: price and volume effects on European securities markets. *Banco de Portugal, Economics and Research Department Working Papers*, no. 201914, pp. 1–40.
6. Rodionova T.A. (2014) Dokhidnist inozemnykh investytsii v krainakh z rynkom, shcho formuietsia. Avtoreferat dysertatsii. [Return on foreign investment in emerging markets]. Kharkiv: Kharkivskiy natsionalnyi universytet imeni V.N. Karazina, pp. 1–23. (in Ukrainian)
7. Yakubovskiy S., Rodionova T., Derkach T. (2020) Impact of foreign investment income on external positions of emerging markets economies. *Journal Transition Studies Review*, no. 26 (1), pp. 81–91.