

Тетяна Кричевська

МОНЕТАРНЕ СТИМУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ: СУЧАСНІ ТЕОРЕТИЧНІ ДИСКУСІЇ ТА ПРАКТИЧНІ ПІДХОДИ

Розкрито деякі напрями сучасних теоретичних дискусій щодо можливостей монетарного стимулювання економіки в умовах ослаблення зв'язків між інфляцією та безробіттям, глибокого падіння обсягу виробництва, делевереджингу у приватному секторі. Проаналізовано сучасні підходи до монетарного стимулювання економічної активності центральних банків США, Великої Британії, Японії, єврозони: політику кількісного пом'якшення, підвищення експліцитності цілей стимулювання економіки, політику подолання диспропорцій кредитного ринку та інструменти, що враховують посилення нелінійності зв'язку монетарних і реальних змінних. Розкрито особливості та проблеми монетарного стимулювання економіки в Україні.

Ключові слова: монетарне стимулювання економіки, кількісне пом'якшення, довіра, таргетування номінального ВВП, інфляція, делевереджинг, кооперація монетарної і фінансової політики, кредитування.

JEL: E52.

Сучасні теоретичні дискусії щодо можливості монетарного стимулювання

*Перегляд доцільності більш експліцитного націлювання
центрального банку на рівень економічної активності*

Перегляд цієї, вже, здавалося б, остаточно вирішеної, проблеми зумовлений не лише продовженням кризових явищ чи недостатнім відновленням провідних економік, а й зміною на сучасному етапі деяких фундаментальних закономірностей, які визначають вибір цілі монетарної політики. Зокрема, відбулися зміни у взаємозв'язку між інфляцією й обсягом виробництва.

А) Ослаблення зв'язку між інфляцією і безробіттям

Одним із аргументів на користь зосередження центрального банку на інфляції був "чудесний збіг" цілей стабілізації інфляції на низькому рівні і обсягу виробництва на рівні, близькому до потенційного.

З початком кризи зв'язок між інфляцією і обсягом виробництва в розвинутих економіках набув іншого характеру. В умовах значного кумулятивного падіння обсягу виробництва щодо тренду й різкого зростання безробіття економісти переважно очікували падіння інфляції, можливо, навіть дефляції. Проте в більшості розвинутих економік рівень інфляції залишається близьким до докризових рівнів. За логікою, можливі три інтерпретації цього феномену. *Перша* – потенційний обсяг виробництва впав майже настільки, наскільки й фактичний, тому розрив ВВП і відповідно дефляційний тиск за-

Кричевська Тетяна Олександрівна (forecast_tet@mail.ru), канд. екон. наук; провідний науковий співробітник відділу економічної теорії ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України".

лишаються незначними. Друга – обсяг виробництва до кризи був вищим за потенційний – наприклад, завдяки ціновим бульбашкам у певних секторах економіки (але тоді важко пояснити, чому відбулося таке стрімке зростання безробіття і падіння продуктивності). Третя – розрив ВВП є значним, але змінився зв'язок між інфляцією і безробіттям.

У звіті МВФ "Перспективи світової економіки" за квітень 2013 року¹ наведено результати статистичних й економетричних тестувань цих трьох гіпотез. Перша і друга гіпотези не підтверджуються, оскільки оцінки МВФ, ОЕСР і національних органів провідних економік вказують на існування значного негативного розриву ВВП і на переважно циклічний, а не структурний характер безробіття.

Залишається гіпотеза про зміну взаємозв'язку між інфляцією й безробіттям. МВФ пов'язує цю зміну з дією двох факторів. Перший – це більш стабільні інфляційні очікування, що частково відображають зростання довіри до монетарної політики протягом останніх двох-трьох десятиліть. Це, безумовно, позитивне явище. Економетричний аналіз, проведений МВФ, показує, що в розвинутих економіках: Канаді, Швейцарії, Німеччині, Іспанії, Франції, Італії, Японії, Нідерландах, Норвегії, Швеції, Великій Британії і США – очікувана інфляція позитивно, але дуже слабо корелює з фактичною інфляцією і наближається до інфляційних орієнтирів, прийнятих у країні. До таких само висновків і раніше приходили багато дослідників, що оцінювали ефективність режиму таргетування інфляції.

Другий можливий фактор зміни взаємозв'язку між інфляцією і безробіттям – це ослаблення зв'язку між інфляцією і обсягом виробництва для певного рівня очікуваної інфляції. Економетричний аналіз МВФ для 21 розвинутої економіки, показав, що протягом останніх кількох десятиліть чутливість інфляції до безробіття постійно знижувалася, тобто крива Філіпса ставала все більш пологою. Крива Філіпса може виявитися і нелінійною. Загалом експерти МВФ роблять висновок, що поведінка інфляції (фактори, що мають на неї вплив) змінилася і може змінюватися й надалі.

Таким чином, у МВФ дійшли висновку, що причинами теперішньої негнучкості інфляції в розвинутих економіках є, по-перше, більш пологою крива Філіпса і, по-друге, краще, ніж раніше, заякорені інфляційні очікування. З цього зроблено такі висновки для політики:

- "доки інфляційні очікування перебувають під контролем, страх перед зростанням інфляції не повинен перешкоджати монетарним органам проводити активну стимулюючу політику"²;

- "низька інфляція не є приводом для заспокоєння, вона може поєднуватися із значними економічними й фінансовими дисбалансами"³;

- "досить продуктивним може стати поєднання інфляційного цільового орієнтуру з експліцитним мандатом центрального банку на стабілізацію виробництва"⁴.

Один із кореспондентів блогу британського ділового тижневика *The Economist* висловив гіпотезу, що саме надмірна орієнтація на низьку інфляцію є однією з причин повільного економічного відновлення у США. По-перше, низька інфляція напередодні кризи виправдовувала збережен-

¹ The Dog That didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or was It just Sleeping? World Economic Outlook. April. 2013 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/c3.pdf>.

² The Dog That didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or was It just Sleeping? P. 14.

³ Ibid.

⁴ Ibid. P. 16.

ня низьких ставок ФРС, що позбавило її можливостей значного зниження ставок під час кризи. По-друге, низька й стабільна інфляція зменшує гнучкість зарплат і цін навіть в умовах значного падіння попиту і зростання безробіття. За період з початку 1980-х років, відколи волатильність інфляції різко впала, фірми (і робітники) звикли не переглядати ціни і не індексувати зарплати. Через це глибокий спад 2009 року не супроводжувався дефляцією. Рівень інфляції стало неможливо використовувати як канарейку в шахті (що першою відчуває присутність метану чи чадного газу), тобто як індикатор стану сукупного попиту. Усвідомивши це, центральні банки додали у свої цільові функції показники безробіття та іншу інформацію про стан сукупного попиту. І все ж, вважає автор, революція у монетарній політиці залишилася незавершеною, оскільки центральні банки націлюються на підвищення сукупного попиту за умови відданості інфляційній цілі, що, на його думку, і не дає змоги цілком подолати наслідки кризи⁵.

Б) Можливість таргетування номінального ВВП

Незважаючи на використання цілого ряду нетрадиційних інструментів монетарного стимулювання, таких як кількісне пом'якшення, "операційний твіст", вербальні інтервенції, жоден центральний банк не оголошував про зміну монетарного режиму. Тобто цільовий показник інфляції, нехай і в середньостроковій перспективі, виступав певним обмеженням для політики стимулювання сукупного попиту. Оскільки під час кризи у США відбулося різке падіння номінального ВВП, ряд впливових учених, серед яких П.Кругман (Krugman, 2011), К.Ромер (Romer, 2011), С.Самнер (Sumner, 2011), М.Вудфорд (Woodford, 2012), почали висловлюватися на користь переходу ФРС до таргетування номінального ВВП.

Ці експерти стверджують, що протягом посткризового періоду у США номінальний ВВП зростає надто повільно, щоб компенсувати попередній його спад. Тому не дивно, що зберігається високий рівень безробіття. Зростання реального ВВП відповідає тренду, але розрив, що утворився у 2008–2009 р., не закривається. Як образно характеризує таку ситуацію С.Самнер, "ми провалилися в глибоку яму і почали копати вбік" (Sumner, 2011).

Недоліком стратегії інфляційного таргетування С.Самнер вважає те, що вона розділяє макроекономічні функції фіскальної і монетарної політики (монетарна політика контролює інфляцію, а фіскальна – стимулює економічне зростання). Насправді вони обидві стимулюють сукупний попит (Sumner, 2011). Як на практиці має працювати таргетування номінального ВВП?

С.Самнер пропонує ФРС запровадити "таргетування рівня номінального ВВП". Воно не обов'язково вимагає встановлення певної цільової величини номінального ВВП, це може бути й цільова його траєкторія, наприклад, щорічне зростання на 5% із зобов'язанням компенсувати в наступних роках відхилення від цієї траєкторії: якщо в поточному році номінальний ВВП зростав на 4%, то в наступному центральний банк має допустити більше монетарне стимулювання, щоб цей показник досяг 6%. Таргетування номінального ВВП може виявитися особливо дієвим в умовах глибоких шоків. Якби ринки були переконані, що спад номінального ВВП буде швидко компенсовано, це могло б пом'якшити падіння цін активів.

С.Самнер знаходить контраргументи і на критику, що таргетування номінального ВВП загрожує втратою контролю над інфляцією. Він вказує,

⁵ Monetary policy. An unfinished revolution. 2013. – August, 9. The economist <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/08/monetary-policy-0Aug%9th%2013>.

що таргетування номінального ВВП може вберегти від формування бульбашок цін активів. Одним із недоліків інфляційного таргетування є те, що воно допускає утворення бульбашок на ринках активів. Таргетування ж номінального ВВП, хоч і не вирішує цілковито цю проблему, спонукатиме до більшого монетарного обмеження в періоди динамічного економічного зростання, ніж інфляційне таргетування.

*Обґрунтування більш тісної кооперації
монетарної і фіскальної політики*

Таргетування інфляції з'явилося 1989 року в Новій Зеландії в контексті реформи публічного сектора з метою більш чіткого розподілу сфер відповідальності органів влади. Реформою передбачалось поставити менеджерам публічного сектора конкретні цілі, чітко окреслити їхні повноваження і забезпечити відповідальність за виконання цілей на основі точної інформації про результати діяльності. У цей пакет реформ входило і розмежування цілей та сфер відповідальності центрального банку й міністерства фінансів. Інфляційне таргетування передавало відповідальність за інфляцію центральному банку (Archer, 2000). Це обґрунтовувалося таким чином. Оскільки інфляція завжди і скрізь є монетарним феноменом і неможлива без відповідного грошового забезпечення, то центральний банк здатний вивести інфляцію на цільовий рівень. Якщо ж причинами інфляції стали помилки в економічній та фіскальній політиці, то результатом монетарного обмеження інфляції стануть економічні втрати, за які вже несе відповідальність уряд, що й стимулює його своєчасно вживати відповідних заходів.

Під час глобальної фінансово-економічної кризи і на етапі подолання її наслідків антикризові заходи реалізувалися спільно міністерствами фінансів і центральними банками. У 2008 році представник Казначейства США у відповідь на запитання, чому він бере участь у присвяченому монетарній політиці міжнародному симпозиумі в Джексон Хоулі, знизав плечима: "... фіскальна політика, монетарна політика, яка різниця?"⁶.

Не випадково останніми роками з'явилася і низка теоретичних досліджень, присвячених питанням кооперації фіскальної і монетарної політики.

А) Один із напрямків таких досліджень – *аналіз механізмів кооперації монетарної і фіскальної політики з метою зниження державного боргу (делевереджингу державного сектора)*. Йдеться про дослідження механізмів "фінансових репресій" та їхньої ефективності (Reinhart, Sbrancia, 2011). Політика, спрямована на використання державою (як правило, за ставками, нижчими за ринкові) коштів, які в протилежному випадку надходили б іншим позичальникам, ще в 1973 році в роботах учених зі Стенфордського університету Е.Шоу (Shaw, 1973) і Р.Маккіннона (McKinnon, 1973) дістала назву "*фінансових репресій*" або стримування розвитку фінансової сфери.

До інструментів фінансових репресій відносять:

- 1) цільове кредитування держави пов'язаними з нею внутрішніми інвесторами (такими як пенсійні фонди чи державні банки);
- 2) явні і неявні верхні межі відсоткових ставок. Обмеження відсоткових ставок за кредитами, звужуючи можливості вкладення банками залучених коштів, сприяє збільшенню попиту банків на державні боргові зобов'язання. Якщо держава здійснює прямі запозичення у банків, то встановлення стель для ставок банків за кредитами стає прямим субсидуванням уряду;

⁶ War footing [Електронний ресурс] // The Economist. 2010. September 2. Доступний з: http://www.economist.com/node/16943569?story_id=16943569.

3) створення кептивних (тісно пов'язаних із державою) покупців державного боргу (наприклад, шляхом участі держави в капіталі і управлінні банками або прийняття регулятивних норм, що вимагають від певних фінансових інститутів тримати державні боргові цінні папери у своєму портфелі (насамперед це стосується пенсійних фондів);

4) обмеження транскордонного руху капіталу, що штучно звужує сферу інвестування фінансових інститутів та інших суб'єктів до внутрішнього ринку;

5) потужний "моральний примус" (Reinhart, Sbrancia, 2011. С. 6; Рейнхарт, Кьєркегор, Сбрансія. С. 22)⁷.

Як було показано в дослідженні К.Рейнхарт і М.Сбрансія, протягом 1945–1980 років обмеження на рух капіталу, стелі для відсоткових ставок за кредитами і депозитами банків та високі рівні інфляції зумовили від'ємні значення реальних відсоткових ставок. Це не просто здешевлювало обслуговування державного боргу, але й зменшувало його основну суму, що дістало назву ліквідації боргу (Reinhart, Sbrancia, 2011. С. 34).

К.Рейнхарт, Я.К'єркегор і М.Сбрансія стверджують, що елементи політики "фінансових репресій" використовуються і на сучасному етапі. Вони звертають увагу на зростання ролі центральних банків як покупців державних боргових зобов'язань: у 2010 році 50% цінних паперів, емітованих Казначейством США, перебувало у портфелі Федеральної резервної системи, а це найвищий показник з початку 1970-х років; Банку Англії належало 30% державних цінних паперів, емітованих Казначейством Сполученого Королівства (Рейнхарт, Кьєркегор, Сбрансія, 2011. С. 24); Європейський центральний банк придбав на умовах "аутрайт" державні цінні папери Греції, Португалії, Ірландії, Італії та Іспанії. Більше того, не лише центральні банки стали активними покупцями державних цінних паперів, але і внутрішні приватних інвесторів, як і в 1940-х–1980-х роках, спонукають купувати державні боргові зобов'язання. Серед таких заходів К.Рейнхарт, Я.К'єркегор і М.Сбрансія називають нові міжнародні банківські нормативи (Базель-III), що заохочують попит банків на державні боргові зобов'язання, а також прямі методи збільшення попиту на державні цінні папери: вимоги до банків збільшити вкладення в ці активи, які в розпал кризи застосовувалися у Великій Британії, ліквідація Пенсійного резервного фонду у Франції і використання його для погашення державного боргу, встановлення Міністерством фінансів Іспанії стелі для депозитних ставок. Зрештою, вже саме підтримання відсоткових ставок центральними банками на вкрай низькому рівні збільшує попит на низькодохідні державні боргові зобов'язання.

Б) *Другий напрям сучасних досліджень проблем кооперації монетарної і фіскальної політики – її роль в умовах делевереджингу у приватному секторі.* Тут хочемо звернути увагу на дослідження П.Маккулі та З.Позсара з Global Interdependence Center (McCulley, Pozsar, 2013). Автори доводять, що під час делевереджингу у приватному секторі, що трапляється досить рідко, і має місце у багатьох країнах на сучасному етапі, чистий приватний попит на кредит стає від'ємним – суб'єкти економіки починають тривалий процес очищення своїх балансів від боргів. Центральний банк знижує ставки до нуля, але навіть це не допомагає відновити попит на кредит. Втрачаючи свого звичайного партнера для реагування на стимули, монетарна політика стає неефективною. Економіка потрапляє

⁷ War footing [Електронний ресурс] // The Economist. 2010. September 2. Доступний з: http://www.economist.com/node/16943569?story_id=16943569.

до ліквідної пастки. Ефекту витіснення не спостерігається: поки приватний сектор виплачує свої борги, уряд є єдиним суб'єктом попиту на кошти. Монетарна політика у фазі делевереджингу проходить такі "етапи нетрадиційності" (McCulley, Pozsar, 2013. С. 15–18):

– спочатку використовується звичайна купівля активів. Мета цих операцій – знизити дохідність і підвищити ціну активів для прискорення приватних запозичень. Це означає, що центральний банк все ще (помилково) вірить, що приватний сектор перебуває в стані левереджингу (нарощування запозичень);

– коли стає зрозуміло, що нетрадиційна політика не працює, монетарна політика стає "радикальною". Цей крок означає купівлю активів, що супроводжується зміною функції реакції центрального банку. (Такий поворот відбувся у США у вересні 2012 року, коли там, поруч із цільовим орієнтиром інфляції, було оголошено орієнтир щодо безробіття, див. нижче.) Ціль кількісного пом'якшення залишається незмінною, але центральний банк на цьому етапі обіцяє продовжувати кількісне пом'якшення, доки не завершиться післякризове відновлення економіки. Це означає появу мандата економічного зростання поряд із мандатом інфляції;

– коли стає очевидно, що радикальна політика не діє, монетарна політика стає, за висловом авторів, "виключною" (nuclear). На відміну від нетрадиційної і радикальної монетарної політики, коли вона все ще залишається незалежною від позиції фіскальної політики, "виключна" монетарна політика – це підтримка фіскальної політики у збільшенні сукупного попиту, а не стимулювання приватного попиту. Це виключне рішення також відоме як "вертолітні гроші" (helicopter money), чи монетарне фінансування фіскальних стимулів.

Делевереджинг робить неефективною навіть неортодоксальну монетарну політику, націлену на стимулювання приватного кредиту. Якщо фіскальна влада не запозичуватиме зростаючі заощадження приватного сектора, кредитування не відновиться. *Отже, фіскальна політика під час фази делевереджингу у приватному секторі виконує роль позичальника і споживача останньої надії.*

Як зазначають автори дослідження, така модель взаємодії монетарної і фіскальної влади підходить лише для великих, відносно закритих розвинутих економік (США, Велика Британія, Японія й країни-кредитори євросони), що емітують боргові зобов'язання у власній валюті, мають монетарний суверенітет (тобто можливість монетизувати борг) і користуються перевагами відносно стабільного попиту на свої боргові інструменти з боку глобальних інвесторів (McCulley, Pozsar, 2013. С. 5–6). Запропонована схема не підходить для малих відкритих економік, які діють в умовах курсової прив'язки, що не дає їм можливості друкувати гроші за своїм бажанням, проте її загальна логіка не втрачає своєї актуальності і для інших економік.

Сучасні інструменти монетарного стимулювання в розвинутих економіках

Природно, що центральні банки як інституції з огляду на відповідальність, на них покладену, набагато консервативніші, ніж окремі експерти. Вони не оголосили про зміну стратегії монетарної політики, але її без зміни ярликів було скориговано саме в напрямі посилення націленості на стимулювання економічної активності.

Нижче ми розглянемо інструменти монетарного стимулювання США, Японії, Великої Британії і євросони. Серед них – не лише кількісне

пом'якшення (*quantitative easing*), але й інші, більш тонкі інструменти, що свідчить про визнання центральними банками факту посилення нелінійності зв'язків монетарних і реальних змінних. До останніх інструментів ми відносимо вербальні інтервенції у США і зоні євро та політику психологічного шоку у Японії. Ще один новий тренд монетарної політики – спроба використовувати її для подолання диспропорцій і сегментованості кредитного ринку. До таких інструментів належить зокрема Програма Банку Англії *Funding for Lending*, націлена на стимулювання кредитування населення й бізнесу, особливо малого та середнього.

С Ш А

1. Механізми кількісного (емісійного) стимулювання економіки (*quantitative easing*). Це механізми впливання додаткової ліквідності в економіку на досить тривалий період. Федеральна резервна система (ФРС) США провела три раунди кількісного пом'якшення.

Перший раунд кількісного пом'якшення (*QE1*) було розпочато у листопаді 2008 і завершено у березні 2010 року. У листопаді 2008 року Федеральний комітет відкритого ринку ФРС (ФКВР) оголосив програму купівлі забезпечених іпотекою цінних паперів на суму 500 млрд дол. і боргових зобов'язань федеральних іпотечних агентств на суму 100 млрд дол. США⁸. У травні 2009 року ФКВР оголосив про намір придбати забезпечені іпотекою цінні папери федеральних іпотечних агентств ще на 750 млрд дол., довівши загальну суму їхніх купівель до 1,25 трлн дол., і 100 млрд дол. боргових зобов'язань федеральних іпотечних агентств, довівши загальну суму їх купівель до 200 млрд дол., а також придбати довгострокові цінні папери Казначейства США ще на суму 300 млрд дол. США⁹. До початку 2010 року ФРС здійснила ці купівлі. Після цього в умовах падіння відсоткових ставок почалася хвиля дострокового погашення іпотечних кредитів, і сума забезпечених іпотекою цінних паперів в портфелі ФРС стала зменшуватися. Не бажаючи допустити монетарного стиснення, ФРС ухвалила рішення про заміщення іпотечних цінних паперів в своєму портфелі довгостроковими цінними паперами Казначейства США.

Другий раунд кількісного пом'якшення (*QE2*) тривав з 3 листопада 2010 по 30 червня 2011 рік. В листопаді 2010 року ФРС оголосила про намір до середини 2011 року придбати довгострокові казначейські цінні папери ще на суму 600 млрд дол. США¹⁰.

Третій раунд кількісного пом'якшення (*QE3*) було розпочато 13 вересня 2012 року. Було ухвалено рішення "з метою підтримання потужного економічного зростання та інфляції на рівні, що відповідає подвійному мандату ФРС"¹¹, запровадити щомісячну купівлю ФРС цінних паперів федеральних іпотечних агентств, забезпечених іпотеками, в сумі 40 млрд дол. на місяць. Якщо у попередніх програмах кількісного пом'якшення *Q1* і *Q2* ФРС встановлювала строки і загальні обсяги купівлі активів, то у *Q3* вона вже не обмежує загальний обсяг цієї програми і термін її дії.

Коли у грудні 2012 року закінчився термін дії програми *Operational Twist* (офіційна назва "Програма подовження строків погашення" (*maturity*

⁸ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. November 25, 2008 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>.

⁹ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. March 18, 2009 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>

¹⁰ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. November 3, 2010. [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>.

¹¹ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. September 13, 2012 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>.

extension program MEP – про неї див. нижче), ФРС ухвалила рішення продовжити купувати довгострокові цінні папери Казначейства на суму 45 млрд дол. щомісяця, але вже не за рахунок продажу короткострокових паперів, а за рахунок емісії. Тобто з цього часу ФРС щомісяця купує довгострокові цінні папери на суму 85 млрд дол. – 40 млрд дол. іпотечних паперів федеральних агентств і 45 млрд дол. довгострокових паперів Казначейства США.

2. Механізми подовження строковості інструментів кількісного стимулювання. Їх суть полягає в тому, що центральний банк продає цінні папери з короткими строками погашення і на виручені кошти купує довгострокові папери. Це збільшує попит, підвищує ціни і знижує відсоткові ставки за цінними паперами з тривалими строками погашення. Стимулюючий ефект цих операцій полягає в тому, що вони впливають безпосередньо на довгострокові ставки – ті, які використовуються для фінансування економіки.

У США ці заходи дістали офіційну назву Програма подовження строків погашення (maturity extension program (MEP)) і неофіційну назву "операційний твіст" (оскільки вони націлені на те, щоб "розгладити" чи повернути криву доходності так, щоб знизити довгострокові ставки). У вересні 2011 року ФРС ухвалила рішення придбати до кінця червня 2012 року казначейські цінні папери із залишковим строком погашення від 6 до 30 років на загальну суму 400 млрд дол. за рахунок продажу казначейських цінних паперів із залишковим строком погашення до 3 років на відповідну суму. При цьому у рішенні ФКВР чітко вказувалося, що цей захід націлений на підтримку економічного відновлення після кризи та інфляції на відповідному мандатові ФРС рівні шляхом зниження довгострокових ставок і покращення фінансового становища економічних суб'єктів¹². Своїм рішенням від 20 червня 2012 року ФКВР продовжила проведення таких операцій до кінця 2012 року. В прес-релізі ФКВР було сказано: "Комітет має намір купувати казначейські цінні папери із залишковим строком погашення від 6 до 30 років з поточною швидкістю"¹³ (що становить близько 45 млрд дол.), що до кінця 2012 року означатиме їх придбання ще на суму 267 млрд дол. в обмін на продаж короткострокових паперів¹⁴.

3. Вербальні інтервенції. Після досягнення короткостроковими ставками майже нульового рівня в подальшому ФРС намагалася добитися трансмісії їхнього зниження в падіння довгострокових відсоткових ставок, переконуючи учасників ринку в тому, що виключно низький рівень ставки за федеральними фондами зберігатиметься впродовж тривалого часу. Вперше положення про те, що "економічна ситуація дає підстави передбачати, що виключно низькі рівні ставки за федеральними фондами зберігатимуться впродовж деякого часу", з'явилося в прес-релізі Федерально-го комітету відкритого ринку від 28 січня 2009 року. Вже в наступному рішенні Комітету, від 18 березня 2009 року, вказувалося, що цільовий рівень ставки за федеральними фондами в діапазоні 0–0,25% зберігатиметься "впродовж тривалого періоду". Таке формулювання містилося і в усіх подальших рішеннях Комітету відкритого ринку аж до серпня 2011 року, коли в умовах загострення ситуації на фінансових ринках країн зони

¹² Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. September 21, 2011 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>.

¹³ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. June 20, 2012 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120620a.htm>.

¹⁴ Офіційний веб-сайт Федерального резервного банку Нью-Йорка. Statement Regarding Continuation of the Maturity Extension Program (Statement Regarding Continuation of the Maturity Extension Program. June 20, 2012. [Електронний ресурс]. Доступний з: http://www.newyorkfed.org/markets/operating_policy/operating_policy_120620.html.

євро монетарний регулятор США оголосив про мінімальні тимчасові рамки дії виключно низьких ставок за федеральними фондами, встановивши, що останні передбачається зберігати до середини 2013 року. В січні 2012 року з огляду на "низький ступінь використання ресурсів та низьку очікувану інфляцію в середньостроковій перспективі" ФРС оголосила про продовження періоду виключно низьких ставок за федеральними фондами "щонайменше до кінця 2014 року"¹⁵. Зрештою, 13 вересня 2012 року ФРС оголосила, що виключно низькі рівні відсоткових ставок буде збережено щонайменше до середини 2015 року¹⁶.

4. Посилення прозорості стратегії монетарної політики ФРС та експліцитності цілей стимулювання економіки та підвищення рівня зайнятості. Пояснюючи мету запровадження QE3 на прес-конференції, Б.Бернанке сказав: "Ідея полягає в тому, щоб якомога більш чітко і прозоро показати суспільству, що ФРС зробить усе, що потрібно, для підтримки економіки. Ми сподіваємося, що це посилить впевненість суспільства, ... збільшить готовність людей інвестувати, наймати робітників і витратити. ... Якщо інфляція перевищить цільовий рівень, ми використовуватимемо збалансований підхід: повернемо її до цільового рівня, але беручи до уваги відхилення від бажаних рівнів як безробіття, так і інфляції"¹⁷.

Зазначимо, що в липні 2012 р. на Глобальній інвестиційній конференції в Лондоні Голова ЄЦБ М.Драгі також вдався до подібної вербальної інтервенції, заявивши, що "в межах свого мандата ЄЦБ готовий зробити все, щоб зберегти євро. І, повірте мені, цього буде достатньо"¹⁸. Правда, його метою не було стимулювання обсягу виробництва, а заспокоєння фінансових ринків і збереження євро. І йому, справді, на деякий час це вдалося.

25 січня 2012 року Комітет відкритого ринку ФРС вперше оприлюднив документ "Щодо довгострокових цілей і стратегії монетарної політики". У відповідному прес-релізі зазначалося, що ФКВР щороку у січні підтверджуватиме чи переглядатиме цю стратегію.

У документі експліцитно встановлено кількісний цільовий орієнтир ФРС щодо інфляції. Зокрема вказується: "Рівень інфляції в довгостроковому періоді переважно визначається монетарною політикою, тому Комітет має змогу визначити довгострокову ціль щодо інфляції. Комітет вважає, що 2-відсоткова річна зміна індексу цін особистих споживчих витрат найбільше відповідає мандату ФРС у довгостроковому періоді. Чітка комунікація з громадськістю щодо цієї інфляційної цілі дає змогу закріпити довгострокові відсоткові ставки і посилити спроможність Комітету забезпечувати максимальну зайнятість в умовах значних економічних потрясінь"¹⁹.

Щодо рівня безробіття як другої частини мандата ФРС у стратегії вказано таке: "Максимальний рівень зайнятості переважно визначається немонетарними факторами, що впливають на структуру і динаміку ринку праці. Ці фактори можуть змінюватися з часом і не завжди піддаються

¹⁵ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. January 25, 2012 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm>.

¹⁶ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. September 13, 2012. [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913b.htm>.

¹⁷ The Federal Reserve launches QE3. The power of positive thinking [Електронний ресурс] // The economist. 2012. September 13. Доступний з: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/09/federal-reserve-launches-qe3>.

¹⁸ Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London. 26 July 2012 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

¹⁹ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. January 25, 2012 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>.

безпосередньому вимірюванню. Отже, недоцільно встановлювати фіксований цільовий орієнтир для безробіття. Натомість рішення Комітету спиратимуться на довгострокові прогнози рівня безробіття, зроблені членами Ради ФРС та директорами федеральних резервних банків. Чотири рази на рік такі оцінки узагальнюються і в усередненому вигляді публікуються в документі "FOMC's Summary of Economic Projections"²⁰. Наприклад, центральна тенденція (без трьох найвищих і трьох найнижчих показників) прогнозу щодо нормального довгострокового рівня безробіття за січень 2013 року становить 5,2–6%. "Формуючи монетарну політику, Комітет прагнути зменшити відхилення інфляції від довгострокової цілі і відхилення зайнятості від оцінок Комітету щодо її максимального рівня. Ці цілі є загалом комплементарними. Проте в умовах, коли Комітет вважатиме, що ці цілі не є комплементарними, він слідуватиме збалансованому підходу до їх досягнення, враховуючи величину відхилень від бажаних показників і відмінності часових горизонтів, протягом яких передбачається повернути зайнятість й інфляцію до рівнів, що відповідають мандату ФРС. Цю стратегію монетарної політики було підтверджено у січні 2013 року²¹.

Наступний крок щодо посилення експлікації цілей монетарної політики ФРС було зроблено у вересні 2012 року під час ухвалення рішення про запровадження QE3.

У відповідній заяві ФКВР зазначалася *кінцева мета третього раунду кількісного пом'якшення та інших стимулюючих заходів: "Комітет продовжуватиме купувати забезпечені іпотекою цінні папери федеральних іпотечних агентств, здійснювати купівлю інших активів та використовувати інші необхідні інструменти політики, доки не буде досягнуто істотного покращення ситуації на ринку праці за збереження цінової стабільності"*.

Далі в Заяві говориться: "Щоб підтримати прогрес у досягненні максимальної зайнятості і цінової стабільності, Комітет планує зберігати стимулюючий характер монетарної політики *протягом тривалого часу після зміцнення економічного відновлення*"²². За тиждень до відповідного рішення ФРС, 6 вересня 2012 року, про запровадження програми купівлі цінних паперів без обмеження обсягу і терміну її дії (монетарних трансакцій "аутрайт" – Outright Monetary Transactions (OMTs)) оголосив Європейський центральний банк. Правда, у випадку єврозони такий механізм був націлений перш за все на порятунок євро, тоді як у США – саме на стимулювання економічної активності. На відміну від QE3 ФРС, що реально проводяться щомісяця, OMT ЄЦБ, які вимагають від країни-позичальника виконання умов програми спільних європейських стабілізаційних фондів (тимчасового European Financial Stability Facility і його майбутнього наступника – постійно діючого European Stability Mechanism), поки що жодного разу не було реалізовано.

У грудні 2012 року ФРС зробила черговий крок у експлікації стимулюючої цілі монетарної політики. У Заяві ФКВР про монетарну політику від 12 грудня 2012 року говориться, що *винятково низький цільовий рівень ставки за федеральними фондами зберігатиметься доти, доки рівень*

²⁰ Там само.

²¹ Офіційний веб-сайт ФРС США. Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. As amended effective on January 29, 2013 [Електронний ресурс]. Доступний з: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf

²² Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. September 13, 2012. [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>.

безробіття не досягне 6,5%, а інфляція на наступні рік-два не перевищуватиме більше ніж на 0,5 в.п. довгострокову ціль 2%.

Таким чином, ФРС перейшла від оголошення часового періоду збереження низьких ставок до граничного значення рівня безробіття, після якого можливе згортання монетарного стимулювання.²³

Під час прес-конференції після засідання ФКВР від 20 березня 2013 року Голова ФРС Б.Бернанке вперше дав сигнал ринкам, що "Комітет може змінити темп купівель активів за умови достатнього прогресу у досягненні економічних цілей або у разі зміни ефективності і витрат програми купівлі активів"²⁴. 1 травня 2013 року це положення з'явилося вже в офіційному документі – рішенні ФКВР щодо монетарної політики: "Комітет готовий збільшити чи зменшити темпи купівлі активів залежно від ситуації на ринку праці і динаміки інфляції. Визначаючи розміри, темпи і склад купівель активів, Комітет продовжуватиме враховувати як очікувані ефективність і витрати, пов'язані з такими купівлями, так і прогрес у досягненні економічних цілей"²⁵. Таким чином, підставою для зменшення темпів монетарного стимулювання може стати як суттєве покращення макроекономічних показників, так і зростання мірою нарощування суми цінних паперів у портфелі ФРС можливих втрат економіки від їх раптового знецінення у разі зміни настроїв інвесторів, на чому наголошує зокрема Рада з нагляду за фінансовою стабільністю країни²⁶. Водночас на прес-конференції 19 червня 2013 року Б.Бернанке зазначив, що макроекономічним орієнтиром для припинення купівлі активів Федеральною резервною системою буде зниження рівня безробіття в країні до 7%²⁷.

З технічної точки зору, зменшення щомісячних обсягів купівлі центральним банком цінних паперів, і навіть збереження суми таких активів в його портфелі, все ще означає стимулюючий характер грошово-кредитної політики. І ФРС поки що не дає чітких сигналів щодо часу чи умов, коли вона перейде до продажу активів – монетарного стиснення: "Щоб підтримати наближення до повної зайнятості і цінової стабільності, Комітет має намір зберігати стимулюючий характер монетарної політики протягом тривалого часу після завершення програми купівлі активів і посилення економічного відновлення"²⁸. Такі ж наміри щодо майбутнього програми купівлі активів, як і орієнтири щодо збереження низьких відсоткових ставок (про які йшлося вище), було підтверджено і в заявах ФКВР від 11 червня та 31 липня 2013 року. Хоча в офіційних документах ФРС перейшла від обумовлення часу до встановлення умов зміни політики, в інших засобах спілкування з громадськістю, які не передбачають взяття жорстких зобов'язань, вона надає і можливі часові прогнози. Так, на прес-конференції 19 червня 2013 року Б.Бернанке зазначив, що, за про-

²³ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. December 12, 2012 [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>.

²⁴ Офіційний веб-сайт ФРС США. Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference March 20, 2013. P. 3. [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130320.pdf>.

²⁵ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Press Release. 2013. May 1. [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130501a.htm>

²⁶ The Federal Reserve speaks. Fearful symmetry [Електронний ресурс] // The Economist. 2013. May 1. Доступний з: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/05/federal-reserve-speaks>.

²⁷ Офіційний веб-сайт ФРС США. Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference. June 19, 2013. [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf>.

²⁸ Офіційний веб-сайт ФРС США. FOMC Statement. Press Release. 2013. May 1. Доступний з: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130501a.htm>.

гнозом більшості членів ФКВР, підвищувати офіційну відсоткову ставку можна буде з 2015 року, зменшувати темпи купівлі активів – в 2013 році і припинити їхню купівлю – у середині 2014 року²⁹.

Незважаючи на те, що з технічної точки зору ФРС не оголошувала про перехід до більш жорсткої політики, ринки зреагували на це саме як на перспективу монетарного стиснення. У США відсоткові ставки за десятирічними облігаціями з моменту оголошення про можливе зменшення темпів монетарного стимулювання з 1 травня 2013 по серпень 2013 року зросли на 90 базових пунктів³⁰. Зросли і ринкові відсоткові ставки у Великій Британії, незважаючи на зобов'язання Банку Англії зберігати стимулюючий характер грошово-кредитної політики, доки не буде досягнуто бажаного рівня безробіття (див. нижче). Це – ще одне підтвердження того, що *дія монетарної політики на сучасному етапі набуває все менш механістичного характеру, дедалі більшого значення набуває канал очікувань, що не описується механічними рівняннями*. Як зазначає тижневик *The economist*, центральні банки усвідомлюють важливість цього каналу монетарної трансмісії, що проявляється у посиленні комунікації щодо їхніх намірів, але водночас не надто на ньому акцентують, оскільки домінування цього каналу перетворює монетарну політику "з інженерії чи науки у психологію чи покер"³¹. Канал очікувань трансмісійного механізму монетарної політики провідних центральних банків потужно діє не лише всередині цих країн, а й за їхніми межами. За оцінками хедж-фонду *SLJ Macro Partners*, з 2009 року з розвинутих економік внаслідок падіння відсоткових ставок до країн з ринками, що формуються, було "вимито" близько 4 трлн дол. Якщо ж унаслідок очікування інвесторами більш жорсткої монетарної політики ФРС відсоткові ставки в США зростатимуть, ринки, що формуються, можуть відчувати потужний вплив капіталу. І такий ефект уже спостерігається: знецінюються національні валюти Південної Африки, Мексики, Бразилії, Індії, Туреччини та інших³². Окрім того, іноземні інвестори можуть мати не менші запаси відповідних активів, ніж центральні банки, і впливати на ринки не менше, ніж регулятори. Майже половина цінних паперів Казначейства США (близько 5,6 трлн дол.) перебуває у власності іноземних інвесторів; Китаю і Японії в сумі належить більше таких активів, ніж ФРС США. У Великій Британії третина державного боргу, який становить 1,4 трлн фунтів, належить іноземцям³³. Таким чином, поведінка зовнішніх інвесторів може мати не менший вплив на відсоткові ставки, ніж операції центральних банків, що ускладнює проведення монетарного стимулювання.

Японія

Політика кількісного пом'якшення вперше була застосована саме в Японії, де в умовах дефляції з 1999 року відсоткові ставки наблизилися до нуля. Банк Японії почав кількісне пом'якшення в березні 2001 року.

²⁹ Ibid.

³⁰ The apprentices. If new monetary-policy tools are to work properly, bankers must sacrifice flexibility for certainty. [Електронний ресурс] // *The Economist*. 2013. August 24. Доступний з: <http://www.economist.com/news/leaders/21584028-if-new-monetary-policy-tools-are-work-properly-bankers-must-sacrifice-flexibility>

³¹ "We are not tightening", says a tightening Fed. [Електронний ресурс] // *The Economist*. 2013. June 24. Доступний з: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/06/monetary-policy-3>.

³² The Fed and emerging markets. The end of the affair. The prospect of less quantitative easing in America has rocked currency and bond markets in the emerging world. [Електронний ресурс] // *The Economist*. June 15. 2013. Доступний з: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21579461-prospect-less-quantitative-easing-america-has-rocked-currency-and-bond>

³³ A new toolkit. Central banks must get used to pulling a new set of policy levers. [Електронний ресурс] // *The Economist*. 2013. August 24. Доступний з: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21583983-central-banks-must-get-used-pulling-new-set-policy-levers-new-toolkit>.

З огляду на тісний зв'язок японського бізнесу з державою, центральний банк купував не лише державні облігації, але й інші цінні папери, забезпечені активами, і навіть акції та комерційні папери. Втім, такої політики виявилось недостатньо, щоб подолати дефляцію. Ряд учених, серед яких і майбутній Голова ФРС Б.Бернанке, критикували Банк Японії за недостатньо активну політику кількісного пом'якшення.

Новий етап монетарного стимулювання розпочався з поверненням до влади Ліберально-демократичної партії і обранням у грудні 2012 року нового Прем'єр-міністра С.Абе (який уже був Прем'єр-міністром у 2006–2007 роках). Якщо під час свого попереднього очільництва уряду він робив акцент на націоналістичній політиці, то тепер зосередився перш за все на економічних реформах, прийшовши до висновку, що сильна економіка є важливішим інструментом посилення нації, аніж переоцінка старих зовнішньополітичних конфліктів.

Програма реформ С.Абе містить три складових:

1) програма активного монетарного стимулювання (див. нижче). Вже саме оголошення цієї програми викликало зростання японських фондових індексів на 70% і падіння курсу єни з 77 єн за долар восени 2012 року до 101,8 єн за долар США у травні 2013 року, а ВВП у першому кварталі 2013 року зріс на 3,5% у річному вимірі;

2) реалізація масштабних суспільних робіт за рахунок державних видатків. 10 січня 2013 року С.Абе затвердив масштабний план державних капітальних видатків у розмірі понад 13 трлн єн (150 млрд дол.), тобто більше, ніж на ліквідацію наслідків землетрусу у 2011 року. Більшість цих коштів піде на будівництво тунелів, залізниць та інші інфраструктурні потреби. Подібну політику суспільних робіт Ліберально-демократична партія проводила у післявоєнні роки. Уряд С.Абе протягом наступних десяти років планує витратити на суспільні роботи 200 трлн єн. Частково ці витрати планується профінансувати за рахунок підвищення з 5 до 10% так званого споживчого податку (податку з продажів), додаткові надходження від якого очікуються в розмірі 12,5 трлн єн на рік³⁴. Решту видатків буде профінансовано за рахунок державного боргу, враховуючи, що основні покупці державних цінних паперів не ненадійні зовнішні інвестори, а лояльні японські установи, та, відповідно до нової програми монетарного пом'якшення від 4 квітня 2013 року (про неї див. нижче), Банк Японії, який щорічно купуватиме близько 70% емісії державних цінних паперів;

3) структурні реформи. Масштабні купівлі Банком Японії державних цінних паперів та інших активів можуть як призвести до зниження відсоткових ставок за цими активами і стимулювати інвестиції в реальну економіку чи за кордон (що також матиме стимулюючий ефект через падіння курсу єни), так і спричинити підвищення ставок за державними облігаціями, якщо в інвесторів виникнуть сумніви у перспективах економіки. У будь-якому разі, самого лише стимулювання сукупного попиту недостатньо для подолання стагнації. Тому третім компонентом реформ є структурні реформи, націлені на підвищення конкуренції в японській економіці. Пріоритетним цільовим сектором цих реформ є сільське господарство. Експерти вказують на захмарні тарифи на рис і молочні продукти і законодавство, що обмежує розмір земель фермерських господарств. Рефор-

³⁴ Japan's economy. Keynes, trains and automobiles. Can a fiscal and monetary splurge reboot Japan's recessionary economy? [Електронний ресурс] // The economist. 2013. January 12. Доступний з: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21569435-can-fiscal-and-monetary-splurge-reboot-japans-recessionary-economy-keynes>.

ми мають охопити також медицину та енергетичну сферу³⁵. У лютому 2013 року С.Абе підписав угоду про вступ Японії до Транс-Тихоокеанського партнерства – регіональної угоди про вільну торгівлю, що змусить Японію відкрити свою економіку для зовнішньої конкуренції³⁶.

С.Абе також почав вимагати від Банку Японії активнішої підтримки урядової політики і дієвішої боротьби з дефляцією, що спостерігається з 1999 року (невелика інфляція мала місце лише у 2006–2008 роках), зокрема підвищення цільового орієнтиру для інфляції до 2% і більш виразних зобов'язань Банку Японії його досягти. У разі відмови від кооперації Прем'єр-міністр навіть не виключав можливість перегляду закону "Про Банк Японії" у напрямі обмеження незалежності останнього. Уряд Абе розраховував, що такий тиск на Банк Японії і радикальність заходів можуть допомогти перебороти вже вкорінену дефляційну поведінку бізнесу.

Вперше кількісна ціль щодо інфляції з'явилася в політиці Банку Японії 14 лютого 2012 року у документі "Ціль цінової стабільності в середньота довгостроковій перспективі"³⁷. Банк Японії оголосив про ціль цінової стабільності в середньота довгостроковій перспективі, щоб "більш чітко прояснити свій намір подолати дефляцію і досягти сталого зростання з ціновою стабільністю". Банк визначив "ціль цінової стабільності як додатний діапазон річної інфляції ІСЦ в розмірі 2% чи менше в середньота довгостроковій перспективі і 1% в короткостроковому періоді". Втім, у цьому документі центральний банк не брав на себе зобов'язань щодо досягнення встановленої цілі.

Зрештою 22 січня 2013 року під тиском уряду Банк Японії погодився встановити цільовий орієнтир інфляції у розмірі 2%. Але, знову ж таки, Банк не брав на себе зобов'язань щодо досягнення цього орієнтиру. Банк також запровадив програму необмеженої купівлі активів (купівлю без зазначення дати припинення програми)³⁸. Зокрема, Банк Японії постановив, що з січня 2014 року він щомісяця купуватиме фінансові активи на певну суму, не встановлюючи дату завершення програми. Протягом деякого часу сума щомісячних купівель становитиме 13 трлн єн, з яких 2 трлн єн – державні цінні папери³⁹. Насправді це не було радикальне посилення монетарного стимулювання, бо за мінусом погашень чисте зростання цінних паперів у портфелі Банку Японії у 2013 р. становило б лише 10 трлн єн, що менше, ніж у 2011 і 2012 роках⁴⁰. Загалом риторика документа більше акцентувала на необхідності зусиль уряду, ніж центрального банку.

Для реалізації радикального стимулювання економіки урядові С.Абе було недостатньо такого ступеня кооперації центрального банку, й у квіт-

³⁵ Japan and Abenomics. Once more with feeling [Електронний ресурс] // The economist. 2013. May 18. Доступний з: <http://www.economist.com/news/briefing/21578052-shinzo-abe-shaking-up-japans-economy-seems-different-man-one-whose-previous>.

³⁶ Japan. Abe's master plan Shinzo Abe has a vision of a prosperous and patriotic Japan. The economics looks better than the nationalism [Електронний ресурс] // The economist. 2013. May 18. Доступний з: <http://www.economist.com/news/leaders/21578044-shinzo-abe-has-vision-prosperous-and-patriotic-japan-economics-looks-better>.

³⁷ Офіційний веб-сайт Банку Японії The Price Stability Goal in the Medium to Long Term February 14, 2012 [Електронний ресурс]. Доступний з: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2012/k120214b.pdf.

³⁸ Офіційний веб-сайт Банку Японії/ Introduction of the "Price Stability Target" and the "Open-Ended Asset Purchasing Method" [Електронний ресурс]. January 22, 2013. Доступний з: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122a.pdf.

³⁹ Ibid.

⁴⁰ Monetary policy in Japan. Win some, lose some. The Bank of Japan tests the limits of Shinzo Abe's economic power [Електронний ресурс] // The economist. 2013. January 26. Доступний з: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21570710-bank-japan-tests-limits-shinzo-abes-economic-power-win-some-lose>.

ні, коли закінчився термін перебування на посаді Голови Банку Японії М.Шіракави, замість нього було призначено Х.Куроду, під керівництвом якого центральний банк уже 4 квітня 2013 року запровадив нову програму "Кількісного і якісного монетарного стимулювання". Вона включає такі положення⁴¹:

1. *Встановлення цілі щодо інфляції як щорічної зміни ІСЦ у розмірі 2%. Вперше Банк Японії встановив чіткий горизонт досягнення цієї цілі: "У найближчий можливий час, з часовим горизонтом у два роки".*

2. *Запровадження для досягнення цієї цілі нової фази монетарного стимулювання.* Банк Японії зобов'язався подвоїти монетарну базу і кількість державних облігацій Японії та індексних цінних паперів (Exchange Traded Fund, ETF – цінних паперів індексних фондів, паї яких торгуються на біржі; структура ETF повторює структуру певного фондового індексу) в портфелі Банку протягом двох років і більше ніж удвічі подовжити середній строк погашення державних облігацій, які він купує. Банк Японії купуватиме державні облігації Японії з розрахунку, щоб загальна сума їх випуску зростала щорічно на 50 трлн ен. Окрім того, державні цінні папери всіх строків погашення, включаючи 40-річні облігації, оголошуються прийнятними для операцій центрального банку. Середній строк погашення державних цінних паперів, які купує Банк Японії, буде збільшено з поточних менше трьох років до семи років. Індексні цінні папери (ETFs) і цінні папери японських трастів, що займаються інвестиціями у нерухомість (J-REITs), центральний банк купуватиме з метою зниження премії за ризик у ціні активів.

3. *Заміна з метою реалізації кількісного монетарного стимулювання основного операційного цільового орієнтиру монетарної політики – відсоткової ставки за незабезпеченими кредитами овернайт – на монетарну базу.* Операційним орієнтиром Банку Японії стало щорічне збільшення монетарної бази на 60–70 трлн ен.

4. Центральний банк зобов'язується продовжувати кількісне і якісне монетарне стимулювання, доки не буде досягнуто цільового орієнтиру щодо інфляції у 2% і доки це буде необхідно для сталого підтримання цієї цілі.

Під керівництвом попереднього Голови Банку Японії М.Шіракави центральний банк уникав такого масштабного монетарного стимулювання з огляду на такі ризики:

1) зростання інфляції може підвищити відсоткові ставки і зробити непосильним тягар обслуговування державного боргу Японії, який у кінці 2012 року сягнув майже 240% ВВП;

2) заробітні плати можуть не зрости відповідно до інфляції, що призведе до падіння споживчого попиту. Втім, не слід забувати про значний вплив у цій країні держави на бізнес. Мережа магазинів Lawson вже оголосила про підвищення заробітної плати своїм працівникам. Разом з тим зв'язок держави з малим бізнесом (де зайнята значна частина населення) і його готовність підвищувати витрати набагато менші;

3) інтенсивне монетарне стимулювання може сприяти відкладенню необхідних структурних реформ⁴².

⁴¹ Офіційний веб-сайт Банку Японії. Introduction of the "Quantitative and Qualitative Monetary Easing" [Електронний ресурс]. 2013. April 4. Доступний з: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf.

⁴² Офіційний веб-сайт Банку Японії. Monetary policy in Japan. Opening the floodgates. The country's central bank breaks with the past [Електронний ресурс] // The economist. Apr. 13th 2013. Доступний з: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21576145-countrys-central-bank-breaks-past-opening-floodgates>.

Велика Британія

Кількісне пом'якшення

У березні 2009 року Комітет з монетарної політики Банку Англії знижив офіційну ставку (ставку за резервами банків у Банку Англії) до історичного мінімуму у 0,5%. Досягши майже нульового порогу відсоткових ставок, Банк Англії перейшов до кількісного монетарного стимулювання економіки. Комітет з монетарної політики прийняв рішення про придбання за рахунок емісії у березні–листопаді 2009 року активів, переважно державних облігацій, на суму 200 млрд фунтів. У жовтні 2011 року було вирішено придбати цінні папери ще на 75 млрд фунтів, в лютому 2012 року – на 50 млрд фунтів, і в липні 2012 року – ще на 50 млрд фунтів. Таким чином, загальна сума програми кількісного монетарного пом'якшення у Великій Британії станом на червень 2013 року досягла 375 млрд фунтів⁴³.

Стимулювання кредитування

12 липня 2012 року Банк Англії спільно з Казначейством запровадили Програму стимулювання кредитування бізнесу і населення Funding for Lending Scheme⁴⁴.

Ця програма не пов'язана із додатковою емісією грошей Банком Англії. Її операційний механізм схожий на операційний механізм дисконтного вікна. Останній передбачає надання Банком Англії банкам з короткостроковими проблемами ліквідності кредиту у формі високоліквідних активів – державних облігацій – в обмін на інші, менш ліквідні активи. Банк Англії чітко розділяє монетарні операції, за допомогою яких він керує параметрами грошового ринку, і підтримку окремих установ у вирішенні короткострокових проблем ліквідності. Через це у другому випадку він надає у кредит не гроші, а державні цінні папери, тому такі операції не впливають на кількість резервів у банківській системі і не вимагають стерилізації Банком Англії цих операцій на грошовому ринку. Банкам-позичальникам тимчасовий обмін менш ліквідних активів на високоліквідні дає змогу отримати під заставу останніх потрібні кошти на грошовому ринку⁴⁵.

На початку фінансової кризи за таким же принципом було побудовано антикризовий механізм Special Liquidity Scheme (SLS), що дав змогу розблокувати роботу грошового ринку, учасники якого відмовлялися приймати у заставу забезпечені іпотекою цінні папери та інші активи. SLS почав діяти у квітні 2008 року. Він давав змогу банкам і будівельним товариствам обмінювати цінні папери, забезпечені іпотекою, та інші цінні папери на казначейські векселі, але не на короткий термін, як у рамках механізму дисконтного вікна, а на три роки. Банки могли скористатися таким обміном застав до 30 січня 2009 року. Схема припинила діяти відповідно через три роки – 30 січня 2012 року.

У липні 2012 року подібний операційний механізм було використано також для своєї застав, але вже прив'язаного до величини і динаміки кредитів населенню і реальному сектору.

Згідно з Програмою фінансування кредитування (Funding for Lending Scheme, FLS) до кінця січня 2014 року Банк Англії позичатиме векселі Каз-

⁴³ Офіційний веб-сайт Банку Англії. Quantitative Easing Explained [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/default.aspx>.

⁴⁴ Офіційний веб-сайт Банку Англії. News Release – Bank of England and HM Treasury announce launch of Funding for Lending Scheme [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/pages/news/2012/067.aspx>.

⁴⁵ Офіційний веб-сайт Банку Англії. The framework for the Bank of England Operations on the Sterling Money Markets. Updated June 2012 [Електронний ресурс]. Доступний з: www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbookjune2012.pdf/. – С. 7.

начейства Британії банкам і будівельним товариствам строком на чотири роки за комісійну винагороду. У забезпечення цих кредитів банки надають Банку Англії заставу у формі кредитів бізнесу (нефінансовим корпораціям) і домогосподарствам та інші активи. Після завершення терміну кредиту відбувається зворотний обмін застав. Оскільки ці операції є кредитом у цінних паперах, вони не відображаються безпосередньо у балансі Банку Англії.

Учасник може достроково погасити весь кредит або його частину. Заставою за операціями FLS можуть бути всі активи, що приймаються в забезпечення за операціями дисконтного вікна. Учасниками Схеми є банки й будівельні товариства, що беруть участь у стандартному Стерлінговому монетарному механізмі (Sterling Monetary Framework) Банку Англії і зокрема механізмі дисконтного вікна (Discount Window Facility).

Учасники FLS можуть по-різному скористатися отриманими казначейськими векселями з метою отримання фінансування. По-перше, вони можуть отримати під їх заставу кредити на грошовому ринку. По-друге, вони можуть використати їх як заставу для отримання кредитів Банку Англії на відкритому ринку. По-третє, вони можуть зберігати казначейські векселі як високоліквідні резерви.

Банкам надають казначейські векселі зі строком погашення 9 місяців, випущені не раніше, ніж за місяць до надання кредиту. За 10–20 днів до погашення банк-позичальник повертає векселі Банку Англії в обмін на нові векселі з таким само строком погашення. Казначейські цінні папери, що використовуються в операціях FLS, емітуються спеціально для цієї цілі Установою управління боргом Казначейства. Банк Англії позичає їх за комісійну плату, що йде на покриття адміністративних витрат (Churm et al., 2012. С. 317).

Кількість і ціна кредитів у рамках FLS залежить від кількості кредитів у національній валюті, наданих банком резидентам-фізичним особам і приватним нефінансовим корпораціям. Банк чи будівельне товариство-учасник схеми може отримати кредит за такою схемою в розмірі 5% наявного у нього на момент започаткування програми портфеля кредитів резидентам-фізичним особам і приватним нефінансовим корпораціям плюс на суму чистого розширення такого кредитування за базовий період (з кінця червня 2012 по кінець грудня 2013 року). Іншими словами, на кожен фунт стерлінгів, наданих протягом дії FLS кредитів населенню і нефінансовим корпораціям, учасник схеми може отримати один фунт кредиту у казначейських векселях. Верхня межа суми таких кредитів на одного учасника чи загальної суми не встановлювалася. Наприклад, якщо банк на момент запровадження механізму FLS, у червні 2012 року, має портфель кредитів населенню та нефінансовим корпораціям у розмірі 100 млрд ф. ст., а протягом базового періоду, тобто до кінця 2013 року надав ще 7 млрд таких кредитів, то він зможе отримати від Банку Англії казначейських векселів на суму $100 \cdot 0,05 + 7 = 12$ млрд ф. ст.⁴⁶

Від активності банків у кредитуванні резидентів-фізичних осіб і приватних нефінансових корпорацій залежить не лише сума кредитів, які він може отримати за схемою FLS, але й комісійні, які він сплачує за обмін застав Банкові Англії. Якщо банк чи будівельне товариство підтримує чи зберігає розмір таких кредитів протягом базового періоду, він сплачує комісійні в розмірі 0,25% від позиченої суми казначейських векселів. Ці векселі він

⁴⁶ Офіційний веб-сайт Банку Англії. Market Notice: Funding for Lending Scheme [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/marketnotice120713.pdf>.

зможе використати як заставу для отримання кредиту від інших фінансових інституцій на грошовому ринку. Сума вартості такого кредиту плюс комісійні буде набагато нижчою, ніж поточні ставки грошового ринку навіть для найнадійніших позичальників. Таким чином, Банк Англії розраховує, що банкам і будівельним товариствам буде вигідно розширювати кредитування населення і реального сектора, оскільки це значно здешевить вартість їхніх кредитних ресурсів. Якщо ж сума кредитів населенню і реальному сектору протягом базового періоду впаде на 5% чи більше, банк буде змушений сплачувати вищі комісійні Банку Англії, аж до 1,5%.

24 квітня 2013 року Банк Англії та Казначейство оголосили про розширення Механізму фінансування кредитування (FLS). Зокрема, було ухвалено рішення⁴⁷:

- 1) продовжити дію механізму до січня 2015 року;
- 2) посилити стимули щодо кредитування банками малого та середнього бізнесу;
- 3) розширити дію механізму на деякі небанківські кредитні установи, що відіграють важливу роль у кредитуванні реального сектора економіки.

Запуск механізму FLS у червні 2012 року допоміг наростити житлові кредити, але мало сприяв відновленню кредитування бізнесу, особливо малих та середніх підприємств (МСП), тому умови механізму було скориговано, щоб посилити активність банків щодо їх кредитування. На кожен фунт чистого приросту кредитів МСП у 2014 році банки зможуть отримати кредит у казначейських векселях від Банку Англії на суму 5 млрд ф. На кожен же фунт кредитів FLS, наданих у 2013 році з моменту розширення FLS, учасник механізму зможе отримати 10 фунтів кредиту у казначейських векселях від Банку Англії у 2014 році.

Також дію механізму FLS поширено на банківські групи, що включають корпорації фінансового лізингу і факторингові корпорації, які є важливим джерелом кредитування МСП, та корпорації іпотечного й житлового кредитування. Банки й будівельні товариства, що є учасниками FLS, зможуть для розрахунку суми кредиту Банку Англії враховувати кредити населенню і реальному сектору, надані небанківськими учасниками їхніх банківських груп. Механізм розрахунку комісійних за операціями FLS залишено без змін.

Поки що механізм стимулювання кредитування дав змогу лише сповільнити скорочення кредитування. З липня 2012 по червень 2013 року Банк Англії надав кредитів у рамках програми FLS на суму 17,6 млрд ф. ст. Проте за цей період приріст кредитів населенню і нефінансовим корпораціям був від'ємним – -2,3 млрд ф. ст. При цьому дві великі банківські групи, врятовані державою під час кризи – Royal Bank of Scotland і Lloyds Banking Group, знизили кредитування бізнесу і населення відповідно на 6,8 і 5,3 млрд ф. ст.⁴⁸. Активне монетарне і кредитне стимулювання наразі призвело до значного падіння відсоткових ставок за житловими іпотеками (що для надійних позичальників вже впали до 1,5% річних). У червні 2013 року обсяг кредитів домогосподарствам був лише на 0,3% меншим, ніж у піковому 2008 році. Найбільшою ж проблемою залишається кредитування підприємств, обсяг якого в червні 2013 року на 22% відстає від пікового. При цьому темпи його падіння зростають: якщо

⁴⁷ Офіційний веб-сайт Банку Англії. News Release. Bank of England and HM Treasury announce extension to the Funding for Lending Scheme [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/061.aspx>.

⁴⁸ Офіційний веб-сайт Банку Англії. Funding for Lending Scheme – Usage and lending data [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/data.aspx>

в січні 2013 року кредитування бізнесу впало на 3% в річному вимірі, то в червні цього ж року – вже на 7%. Водночас скорочується кредитування не лише в секторах, де до кризи утворилися кредитні бульбашки, як-от комерційного будівництва, а й в інших галузях: підприємств хімічної промисловості і електроніки – на 30% порівняно з піковим значенням, харчової промисловості – на 39%. Не дивно, що за показником відношення інвестицій до ВВП Велика Британія у 2012 році займала 159 місце у світі, а за обсягом витрат на науково-дослідні й дослідно-конструкторські роботи країна посідає одне з останніх місць серед розвинутих економік⁴⁹. Втрата промислової бази призводить до падіння попиту на робітників із середнім рівнем професіоналізму і заробітної плати. Як наслідок – падіння рівня життя в країні. Одне з останніх фінансованих урядом досліджень показало, що 52% британців відчувають труднощі з оплатою традиційних рахунків⁵⁰.

Керівництво Банку Англії переконане, що для досягнення повного ефекту механізму FLS потрібно більше часу. Але існують й інші точки зору – про необхідність заходів зовсім іншого характеру. Серед таких пропозицій – зосередження програми FLS виключно на стимулюванні кредитування бізнесу; викуп Банком Англії у банків їхніх кредитів реальному сектору і, зрештою, створення державного інвестиційного банку. З останньою пропозицією виступив генеральний секретар Конгресу профспілок Ф.О'Градї (Treanor, 2013). Дослідження, присвячені обґрунтуванню необхідності й розробленню пропозицій щодо організації Британського інвестиційного банку були, зокрема, опубліковано Р.Скідельські з Центру глобальних досліджень і Ф.Мартіном з Темза Рівер Кепітал (Skidelsky, Martin, 2013) та Т.Допліном і Д.Нешем з Інституту дослідження публічної політики (Dolphin, Nash, 2012). Автори першого дослідження пропонують використовувати банк розвитку як інструмент антициклічної політики, тоді як автори другого – для фінансування розвитку інфраструктури та малого бізнесу.

У серпні 2013 року Комітет з монетарної політики Банку Англії під керівництвом новопризначеного Голови М.Карні подібно до ФРС США оголосив орієнтири щодо продовження монетарного стимулювання (*Forward Guidance*). "Банк має намір не підвищувати ставку Банку Англії понад 0,5% щонайменше, доки офіційний показник безробіття не впаде до позначки 7%, а також готовий продовжувати купівлі активів (політику кількісного пом'якшення), доки рівень безробіття перевищуватиме 7%, якщо вважатиме, що додаткове монетарне стимулювання є виправданим. До досягнення порогового рівня безробіття Банк не буде зменшувати суму активів, придбаних Банком Англії за рахунок резервів". Втім, жорсткість цього зобов'язання обмежується трьома винятками, кожен з яких може стати причиною його порушення:

1) якщо на думку Комітету з монетарної політики інфляція через 18–24 місяців буде на 0,5 в. п. чи більше перевищувати цільовий орієнтир з інфляції у розмірі 2%;

2) середньострокові інфляційні очікування не залишатимуться достатньо добре закріпленими;

⁴⁹ Britain's economy. How is it really doing? Encouraging numbers disguise deep problems. Mark Carney must take action to mitigate them. [Електронний ресурс] // The Economist. 2013. August 1. Доступний з: <http://www.economist.com/news/leaders/21583250-encouraging-numbers-disguise-deep-problems-mark-carney-must-take-action-mitigate-them-how>.

⁵⁰ Living standards. Squeezing the hourglass. Growth is back. But for many Britons, it does not feel like it. [Електронний ресурс] // The Economist. 2013. August 10. Доступний з: <http://www.economist.com/news/britain/21583307-growth-back-many-britons-it-does-not-feel-it-squeezing-hourglass>.

3) Комітет з фінансової політики вважатиме, що характер монетарної політики несе істотну загрозу фінансовій стабільності, яку неможливо подолати за допомогою інструментів, що є у розпорядженні органів фінансового регулювання⁵¹.

Як і у США, у Великій Британії ця досить м'яка заява була прийнята ринками як перспектива монетарного стиснення, спричинивши до зростання відсоткових ставок. Така "неправильна" реакція ринків пояснюється зростанням невизначеності щодо майбутньої монетарної політики, яку ринки, попри посилення комунікації з боку центральних банків, прекрасно усвідомлюють. І ФРС, і Банк Англії, беручи зобов'язання щодо політики, залишають за собою достатній простір для маневру. ФРС прагне зберегти стимулююче монетарне середовище, але усвідомлює загрозу появи нових бульбашок на ринках активів. Банк Англії прагне закріпити очікування щодо низьких відсоткових ставок, але остерегається зростання інфляції⁵². Інфляція у Великій Британії у 2010 році становила 3,4% (грудень до грудня), а в 2011 – майже 4,7%. Таке тривале й істотне перевищення цільового показника у розмірі 2%, втім, не стало підставою для згортання чи обмеження монетарного стимулювання в країні. У липні 2013 року інфляція в річному вимірі знизилася до 2,8%, що вже відповідає діапазону допустимих коливань, а темп приросту ВВП у другому кварталі 2013 до відповідного періоду попереднього року становив лише 0,6%.

Європейський центральний банк

Антикризові інструменти Європейського центрального банку на першому етапі кризи, як і в інших країнах, були націлені на відновлення роботи грошового ринку, а потім – на підвищення довіри до суверенних цінних паперів проблемних країн і, зрештою, на збереження довіри до євро (зокрема програма Монетарних операцій "аутрайт" у 2012 році (Outright monetary Transaction), яка ще жодного разу не була реалізована, але оголошення про запуск якої стабілізувало фінансові ринки).

Що стосується власне стимулювання відновлення кредитування економіки, то для цього застосовувалися як традиційний інструмент – зниження відсоткових ставок (основну ставку рефінансування ЄЦБ було знижено з 4,75% на початку жовтня 2008 до 0,5% у травні 2013 року), так і інструменти кількісного монетарного стимулювання – додаткові Операції рефінансування на більш тривалий період (longer-term refinancing operation – LTRO). Якщо до кризи такі операції проводилися ЄЦБ лише на строки один і три місяці, то в ході розгортання кризи було запроваджено операції рефінансування строком на 6, 12, і 36 місяців:

1) у березні 2008 року Європейський центральний банк запровадив шестимісячні операції рефінансування;

2) у червні 2009 року ЄЦБ розпочав проведення операцій рефінансування строком на 1 рік;

3) у грудні 2011 року було проведено перший тендер з надання кредитів рефінансування строком на три роки, під час якого 553-м банкам було надано кредитів на 489 млрд євро за відсотковою ставкою 1%. У лю-

⁵¹ Офіційний веб-сайт Банку Англії. Monetary Policy. Forward Guidance. [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/forwardguidance.aspx>.

⁵² The apprentices. If new monetary-policy tools are to work properly, bankers must sacrifice flexibility for certainty. [Електронний ресурс] // The Economist. 2013. August 24. Доступний з: <http://www.economist.com/news/leaders/21584028-if-new-monetary-policy-tools-are-work-properly-bankers-must-sacrifice-flexibility>.

тому 2012 року ЄЦБ провів другий тендер з розміщення трирічних кредитів рефінансування, під час якого 523-м банкам було надано кредитів на загальну суму 529,5 млрд євро. Таким чином, банківська система еврозони отримала понад 1 трлн трирічних кредитів за ставкою 1% річних.

Але найбільшою проблемою монетарного стимулювання, як і у Великій Британії, стало відновлення кредитування малого і середнього бізнесу. Якщо у США у цьому сегменті ринку зайняті половина працівників, то у Франції – 60%, в Іспанії – 67%, і в Італії – 80%. Оскільки малі підприємства не випускають акції й облігації, вони залежать від банківських кредитів. Водночас саме цей сегмент ринку банки вважають найбільш ризикованим, тому кредитування малого й середнього бізнесу скорочується. Окрім того, у проблемних країнах, таких як Іспанія та Італія, ставки за кредитами бізнесу удвічі вищі, ніж у більш успішних Франції та Німеччині⁵³. 2 травня 2013 року Голова ЄЦБ М.Драгі заявив, що ЄЦБ проводить консультації з європейськими інституціями на предмет використання цінних паперів, забезпечених кредитами малому й середньому бізнесу, для стимулювання кредитування цього сегмента. Одним із можливих механізмів може бути надання Європейським центральним банком кредитів Європейському інвестиційному банку для придбання таких цінних паперів⁵⁴.

Проблеми монетарного стимулювання в Україні

З початку 2013 року Україні вдавалося досить успішно здійснювати зовнішні запозичення – як державні, так і приватні. Це давало можливість в умовах збереження від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу уникати корекції цього дисбалансу. Таку політику України аналітики Goldman Sachs характеризують як "muddle through" – "абияк зводити кінці з кінцями". На їхню думку, цей дисбаланс може бути скоригований таким чином: 1) зовнішня девальвація національної валюти; 2) внутрішня корекція – структурні реформи і 3) позитивний шок умов торгівлі – суттєве підвищення цін на метал або ж зниження цін на газ⁵⁵.

Продовження рецесії і особливо падіння темпів приросту споживання і різке падіння інвестицій підриває популярність влади і збільшує ймовірність вжиття нею більш рішучих структурних реформ.

Основними факторами, що зумовили рецесію, яка триває з третього кварталу 2012 року, стали: 1) спад у металургії й виробництві машин унаслідок збільшення технологічної конкуренції і падіння світових цін на метали; 2) різкий спад виробництва коксу і продуктів нафтопереробки; 3) спад в інших гірничорудних секторах. Окрім того, зростання оплати праці в промисловості залишалося доволі динамічним, що зумовило зміцнення ефективного курсу гривні. За оцінками Goldman Sachs, тоді як за РЕОК, обчисленим на основі зважених за обсягом торгівлі диференціалів ІСЦ, протягом останніх двох років відбулася реальна девальвація в розмірі 6%, то за РЕОК, обчисленим на основі диференціалів дефляторів ВВП, відбу-

⁵³ Europe's credit crunch. Mend the money machine. The woes of small businesses in Italy and Spain threaten to be the next twist in the euro saga (2013) [Електронний ресурс] // The economist. May 4th. Доступний з: <http://www.economist.com/news/leaders/21577068-woes-small-businesses-italy-and-spain-threaten-be-next-twist-euro>.

⁵⁴ Lehman, PSI and the consequences of credit policy. The third lever of macroeconomics. (2013) [Електронний ресурс] // The economist. May 2nd. Доступний з: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/05/lehman-psi-and-consequences-credit-policy>.

⁵⁵ Can Ukraine 'muddle through'? (2013) / Goldman Sachs. CEEMEA Economics Analyst. Issue No: 13/16. P. 2.

лася ревальвація на 7%, а за РЕОК, обчисленим за диференціалами витрат праці на одиницю продукції – ревальвація на 17%⁵⁶.

Саме динамічне зростання споживання у 2012 р. було драйвером економічного зростання у 2012 році. Якщо у 2002 році кінцеве споживання домашніх господарств становило 55,1% ВВП, то у 2011 – 66,5%, а в 2012 році – 70%. (рис. 1).

Двома факторами, що зумовили зростання споживання, стали, *по-перше*, зростання зарплат і доходів, підтримане зростанням зарплат у державному секторі і соціальних виплат і 2) *зростання частки оплати праці у валовій доданій вартості* і зниження частки прибутку.

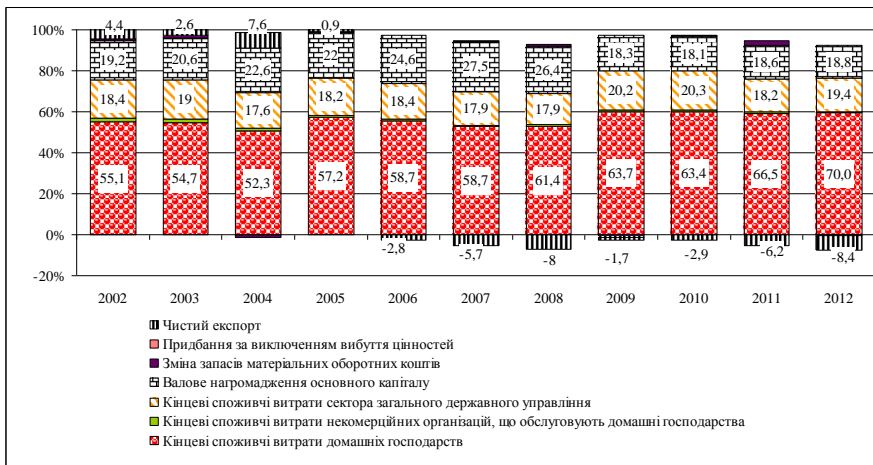


Рисунок 1. Структура ВВП України за категоріями кінцевого використання

Джерело: побудовано за даними Державної служби статистики України та Національного банку України.

Зокрема, частка оплати праці у ВВП у 2012 році була найвищою з 2000 року. Якщо у 2000 році вона становила 42,3%, то у 2012 року – 51%. Частка ж валового прибутку впала з 40,9% у 2000 до 34,8% у 2012 році (рис. 2).

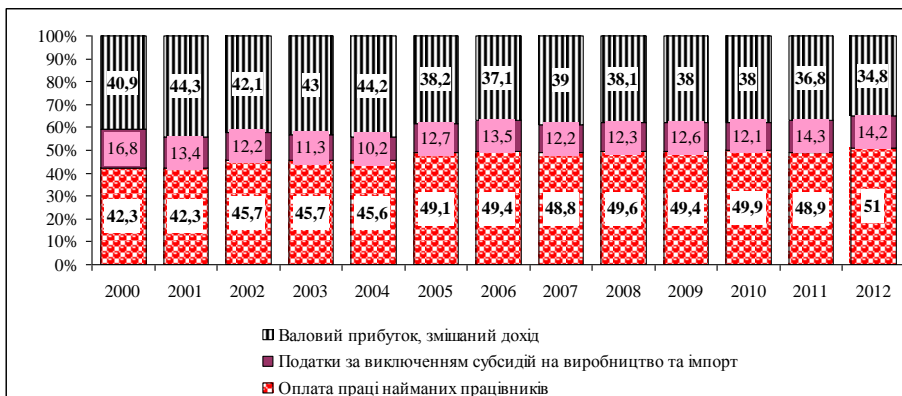


Рисунок 2. Структура ВВП за категоріями доходу

Джерело: побудовано за даними Державної служби статистики України та Національного банку України.

⁵⁶ Ibid. P. 7.

Важливу роль у зростанні споживання відіграла стимулююча фіскальна політика напередодні парламентських виборів. За оцінками аналітиків Goldman Sachs, така політика у 2012 році додала 1,7% до зростання ВВП, тобто якби вона була нейтральною, замість приросту ВВП на 0,2% спостерігався б спад на 1,5%. Саме стимулююча фіскальна політика сприяла зростанню споживання, адже величина кредитів домогосподарств продовжувала падати. Частково зростання споживання також могло бути профінансоване за рахунок витрачання позабанківських заощаджень населення⁵⁷.

Втім, вагому роль у цьому стимулюванні споживання відіграла й монетарна політика. Як бачимо, за даними Огляду депозитних корпорацій (включаючи Національний банк), у 2012 і першому півріччі 2013 року понад половина приросту внутрішнього кредиту країни припала на кредитування центральних органів державного управління (рис. 3).

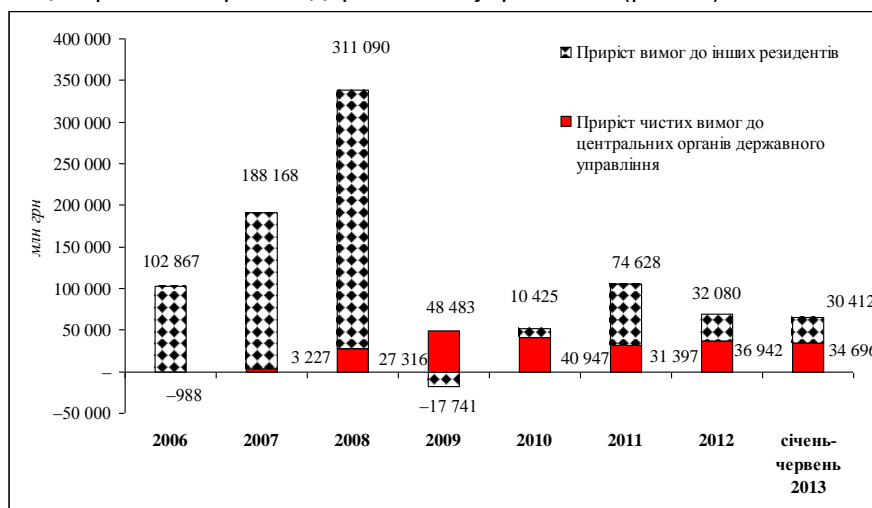


Рисунок 3. Динаміка складових приросту внутрішнього кредиту в Україні

Джерело: розраховано за даними Огляду депозитних корпорацій (включаючи Національний банк).

Що стосується кредитування нефінансового сектора, то спостерігається консервація галузевої структури кредитування: частка сільського господарства перебуває на рівні 6–7%; добувної промисловості – 2–3%; транспорту і зв'язку – 4–5%. Серед позитивних зрушень слід відзначити зростання частки будівництва з 2,1% у 2000 до 9% у 2009 році. Найпомітнішими негативними тенденціями за 2001–2012 років стали падіння частки в кредитах нефінансовим корпораціям переробної промисловості з 31,2% у 2000 до 20,8% у 2012 році при одночасному зростанні сумарної частки кредитування торгівлі та операцій з нерухомим майном, оренди та інжинірингу з 45,2% у 2000 до 53,8% (рис. 4).

Загалом монетарне стимулювання економіки в Україні відбувалося спочатку за рахунок курсової підтримки експорто-орієнтованих галузей промисловості, потім толерантної політики щодо валютного кредитування населення, а на сучасному етапі (коли ефективність курсових механізмів стимулювання знизилася, а у випадку кредитування населення їх стало неможливо використовувати) відбувається стимулювання споживання, але

⁵⁷ Ibid. P. 4–5.

вже через посилення кредитування уряду. Очевидно, що цю схему слід коригувати в напрямі стимулювання кредитування бізнесу.

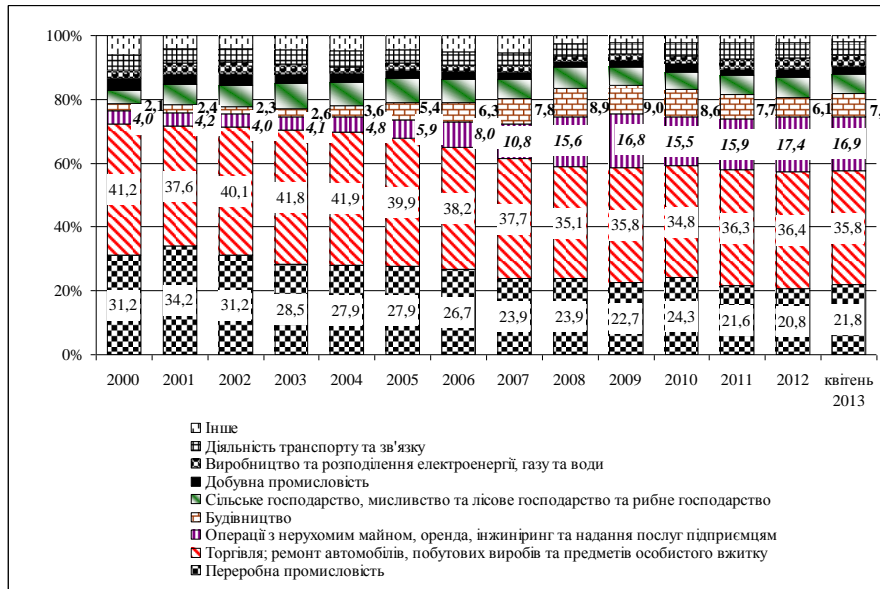


Рисунок 4. Структура кредитів нефінансовим корпораціям за видами економічної діяльності, частка від загального обсягу, %

Джерело: розраховано за даними офіційного сайту Національного банку України.

Висновки. Проведений аналіз говорить про формування під тиском обставин нової парадигми монетарної політики. Вона складається виходячи із пошуку відповідей на виклики, які виникають із динамічних змін реальності. Але існують і теоретичні підходи, які дають можливість передбачати майбутні зміни ще до того, як вони заявили про себе на практиці, породжуючи кризові явища і дестабілізацію.

В Україні, виходячи з теоретичних підходів до забезпечення стабільності грошової одиниці, ще в перші роки XXI століття було показано, що в майбутньому при виникненні порушень у пропорційності та збалансованості економічного розвитку стануть актуальними перехід до сумісно-розділеного (розгорнутого) таргетування стабільності грошової одиниці та необхідність координації монетарних і загальноекономічних цілей (Гриценко, 2003. С. 81–86). Такий підхід дозволяє враховувати всю складність взаємозв'язку монетарної, фінансової та інших складових загальноекономічної політики і гнучко реагувати на особливості кожного етапу соціально-економічної динаміки.

У 2003 році, коли в Україні тривали дискусії про вибір між таргетуванням обмінного курсу й інфляційним таргетуванням, яке перебувало на піку своєї популярності й активно рекомендувалося міжнародними організаціями як "best practice", було запропоновано концепцію таргетування стабільності грошової одиниці, що включає три складові: стабільність цін на товари і послуги, стабільність цін на кредитні ресурси і стабільність курсу національної валюти, яка могла б оптимізувати економічний ефект монетарної політики (Гриценко, 2003). На той час навіть ідея одночасного націлювання на обмінний курс й інфляцію суперечила мейнстрімові, не кажучи вже про паралельне таргетування відсоткових ставок, які використовувалися виключно як операційні й проміжні орієнтири грошово-кредитної політики.

Прошли роки, і вже в 2011 та 2013 роках провідні експерти дослідницького департаменту МВФ заявляють: "Ми знову повертаємося до пи-

танья: чи повинен центральний банк одночасно націлюватися на інфляцію і обмінний курс? Відповідь позитивна для економік з більш негнучкими і сегментованими фінансовими ринками. Ці країни можуть застосовувати *розширене інфляційне таргетування, коли відсоткова ставка націлюється на інфляцію, а валютні інтервенції – на обмінний курс*. Цей режим підійде для країн, де відсоткова ставка не є основним чинником припливів і відпливів зовнішнього фінансування. Тоді не виникатиме суперечностей між наслідками зміни відсоткової ставки центрального банку для інфляції і обмінного курсу. Застосування валютних інтервенцій доречно тоді, коли рух капіталу зумовлений тимчасовими коливаннями настроїв інвесторів і недоцільне там, де в їх основі лежить дія фундаментальних чинників" (Blanchard, Dell'Ariscia, Mauro 2013. С. 8).

Що стосується відсоткової ставки як складової стабільності грошової одиниці, то сьогодні провідні центральні банки, як було показано вище, запроваджують спеціальні заходи, націлені безпосередньо на ставки для бізнесу і населення: американська програма Operational Twist, британська Funding for Lending Scheme, європейська програма довгострокового рефінансування.

У 2008 році у науковій доповіді "Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні", присвяченій вивченню особливостей цього монетарного режиму, що дав змогу взяти під контроль інфляційні очікування в багатьох країнах і допоміг структурувати і організувати ухвалення рішень у монетарній політиці, автори приходять до висновку: "Те, що цей режим став втіленням сучасної практики організації прийняття рішень у монетарній політиці багатьох країн і дає змогу впливати на інфляційні очікування, свідчить про корисність кроків держави щодо підготовки до його запровадження в Україні. ...Разом з тим слід мати на увазі, що *інфляційне таргетування еволюціонує в напрямі посилення його гнучкості і монетарний режим, який прийде на зміну фактичній курсовій прив'язці в Україні, може мати особливості, що відрізнятимуть його від сьогоднішніх уявлень про інфляційне таргетування*" (Гриценко, Кричевська, Петрик, 2008. С. 271).

У роботі (Гриценко, 2009) автор, розвиваючи концепцію розгорнутої стабільності грошової одиниці, приходять до висновку, що "у майбутньому, з розвитком комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням, а також системи інструментів забезпечення стабільності, *таргетуватиметься довіра до монетарної влади*" (Гриценко, 2009. С. 40). Знову ж таки, тоді ця ідея звучала щонайменше дивно, але сьогодні вербальні інтервенції стають одним із ключових інструментів монетарної політики.

У дослідженні "Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. Взгляд из Украины" вказується, що *народження нової монетарної парадигми зумовлюється посиленням нелінійності зв'язків між інструментами монетарної політики і економічними змінними*: "Той спосіб мислення, який сьогодні використовується для розгляду монетарної сфери, значною мірою має механістичний характер, оскільки відповідний категоріальний апарат формувався переважно в індустріальну епоху. Звідси – такі категорії, як маса, інструменти, важелі, механізми, канали (наприклад, грошова маса, монетарні інструменти, кредитні важелі, канали грошової емісії, трансмісійний механізм) та ін. Але дійсність стає все менш механістичною. В сучасній реальності дія монетарної влади поширюється на економічних агентів не дискретно, а за способом континууму, – який можна визначити як інституційно-інформаційне поле" (Геец, Гриценко, 2012. С. 64). Розмір-

ковуючи над результатами конференції, присвяченої переосмисленню макроекономічної політики 16–17 квітня 2013 року, Директор дослідницького департаменту О.Бланшар також доходить висновку: "...ми сьогодні перебуваємо дуже далеко від механічних ефектів монетарної політики, описаних у підручниках" (Blanchard, 2013).

Поставши перед необхідністю структурних трансформацій, провідні економіки, що до кризи були найбільш активними адептами і пропагандистами ринково-ліберальних підходів до монетарної політики, прийшли до розуміння доцільності за певних обставин, по-перше, монетарного регулювання економічної активності і, по-друге, регулювання не лише загальних монетарних параметрів, а й процесів кредитування. Підвищенню ефективності грошово-кредитного регулювання в Україні може сприяти розширений моніторинг кредитної системи за такими складовими: 1) 5 груп банків у розрізі сфер інтересів, які вони представляють: а) великі вітчизняні банки, що контролюють 30% активів банківської системи; б) банки з іноземним капіталом (окрім російського), що поки контролюють 20% активів, але стрімко згортають діяльність; в) державні банки, що кредитують бюджет, державні корпорації і населення; г) банки з російським капіталом, які контролюють 12% активів, що є провідниками інтересів не лише російського бізнесу, а й стратегічних державних інтересів Росії; д) дрібні вітчизняні банки; 2) небанківські державні фінансові установи (Державна інноваційна фінансово-кредитна установа; Державний фонд сприяння молодіжному житловому будівництву; Державна іпотечна установа) та квазідержавні фінансові установи (Агентство з рефінансування житлових кредитів, створене державними банками). Такий моніторинг не означає переходу до централізованого кредитного регулювання, він необхідний для кращого розуміння мотивації різних фінансових посередників в Україні та цілеспрямованої інституційної побудови і корекції кредитної системи. Корекція, як показує зарубіжний досвід, може відбуватися як за рахунок створення спеціальних публічних фінансових інституцій (банки розвитку, публічні інвестиційні банки, установи кредитування малого та середнього бізнесу і т.п.), так і за рахунок ринкових інструментів, що стимулюють кредитування певних секторів та обмежують прибутковість інших операцій. Навіть найліберальніші в економічному та фінансовому сенсі країни вдаються на сучасному етапі до таких заходів, визнаючи, що трансмісійний механізм монетарної політики не завжди сприяє найефективнішому розподілу кредитних ресурсів.

Література

- Геец В.М., Гриценко А.А. (2012). Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. Кн. 2: Взгляд из Украины / НАН Украины, Ин-т экон. и прогнозир. К. 360 с.
- Гриценко А. (2009). Концептуальні засади переходу до нової парадигми монетарної політики // Економіка України. № 2. С. 31–41.
- Гриценко А.А. (2003). Стабільність грошової одиниці і шляхи її забезпечення / А.А.Гриценко // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування // зб. матеріалів міжнар. наук.-практ. конф. К. : Ін-т екон. прогноз. С. 81–86.
- Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І. (2008) Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : наук. доп. / Ін-т екон. та прогнозув. К. 272 с.
- Рейнхарт К., Кьеркегор Я., Сбрансиа М. (2011) Новый период сдерживания развития финансовой сферы // Финансы и развитие. 2011. Июнь. С. 22–26.
- Archer D. (2000) Inflation Targeting in New Zealand [Електронний ресурс] / International Monetary Fund. A presentation to a seminar on inflation targeting, March 20–21, 2000. Доступний з: www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/Targets/archer.htm.

- Blanchard O.* (2013). Rethinking Macroeconomic Policy [Електронний ресурс] / iMFDirect. Posted on April 29. Доступний з: <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/>.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P.* (2013). Rethinking Macro Policy II: Getting Granular / IMF Staff Discussion Note. April 15. 25 p.
- Churm R. et al.* (2012) / Churm R., Radia A., Leake J. The Funding for Lending Scheme // Bank of England Quarterly Bulletin. Q 4. P. 306–320.
- Dolphin T., Nash D.* (2012) Investing for the future: Why we need a British Investment Bank Institute for Public Policy Research. [Електронний ресурс]. Доступний з: http://www.ippr.org/images/media/files/publication/2012/09/investment-future-BIB_Sep2012_9635.pdf.
- Krugman P.* (2011) Getting Nominal. The Conscience of a Liberal [Електронний ресурс] // The New York Times. The Opinion Pages. October 19, 2011. Доступний з: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/19/getting-nominal>
- McCulley P., Pozsar Z.* (2013) Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation. Global Interdependence Center Global Society of Fellows, 2013. 37 p.
- McKinnon R.* (1973) Money and Capital in Economic Development. Washington: The Brookings Institution. 189 p.
- Reinhart C., Sbrancia M.* (2011) The Liquidation of Government debt // NBER Working paper series. WP 16893. 64 p.
- Romer Ch. D.* (2011) Dear Ben: It's Time for Your Volcker Moment [Електронний ресурс] // The New York Times. October 29, 2011. Доступний з: <http://www.nytimes.com/2011/10/30/business/economy/ben-bernanke-needs-a-volcker-moment.html>.
- Shaw E. S.* (1973) Financial deepening in economic development. – New York: Oxford University Press. 260 p.
- Skidelsky R., Martin F.* (2013) Blueprint for a British Investment Bank. The Centre for Global Studies [Електронний ресурс]. Доступний з: <http://globalstudies.org.uk/wp-content/uploads/2013/01/Blueprint-for-a-British-Investment-Bank-ebook1.pdf>.
- Sumner S.* (2011) Re-Targeting the Fed [Електронний ресурс] // National Affairs. № 9. Електронний ресурс. Доступний з: <http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/re-targeting-the-fed>.
- Treanor J.* (2013) Drop in business loans raises doubts over funding for lending scheme [Електронний ресурс] // The Guardian. 3 June. Доступний з: <http://www.guardian.co.uk/business/2013/jun/03/business-loans-funding-for-lending>.
- Woodford M.* (2012) Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound [Електронний ресурс] / Presented at the Jackson Hole symposium., August. Доступний з: <http://kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/mw.pdf>.

MONETARY STIMULUS: CURRENT THEORETICAL DISCUSSIONS AND PRACTICAL APPROACHES

Tetyana Krychevska

Author affiliation: PhD in Economics, Leading Researcher, Department of Economic Theory State Institution "Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine".

Email: forecast_tet@mail.ru.

The article is concerned with some trends of modern theoretical discussions on the potential of monetary stimulus under weakening relationship between inflation and unemployment, a deep fall in output, and private deleveraging. The modern approaches to monetary stimulation of economic activity of central banks in the U.S., UK, Japan, and the euro area are examined, including a quantitative easing policy, increasing explicitness of their goals of stimulation of economic activity, policies to address credit market imbalances, and instruments taking into account the increased nonlinearity of the interrelationships between monetary and real variables. The features and problems of monetary stimulus in Ukraine are also analyzed.

Key words: monetary stimulus, quantitative easing, trust, nominal GDP targeting, inflation, deleveraging, monetary and fiscal policy cooperation, lending

JEL: E52.