

УДК 338.246.2

**Олександр
Дзюблюк,**

завідувач кафедри банківської справи
Тернопільського національного
економічного університету, доктор
економічних наук, професор

**Тетяна
Запаранюк,**

економіст, м. Київ

ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА ЯК КЛЮЧОВИЙ ІНСТРУМЕНТ ПОДОЛАННЯ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ У РОЗВИНУТИХ КРАЇНАХ

Розглядаються особливості реалізації грошово-кредитної політики центральними банками розвинутих країн у період світової фінансової кризи. Аналізуються зміни умов використання Федеральною резервною системою США та Європейським центральним банком окремих інструментів монетарного регулювання, а також зміни у пріоритетах грошово-кредитної політики центральних банків розвинутих країн.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, Федеральна резервна система, грошова база, кількісне пом'якшення, Європейський центральний банк, світова фінансова криза, інфляція, безробіття.

Необхідною умовою подолання наслідків кризових явищ у фінансовому секторі економіки є відновлення у належних обсягах і активізація процесу кредитних вкладень у національне господарство, що визначається ключовою роллю центральних банків, здатних проводити політику грошово-кредитної експансії. За таких обставин виникає дилема як ефективно застосувати наявний у центрального банку інструментарій монетарного регулювання для того, щоб стимулювання притоку кредитних ресурсів у реальний сектор не стало фактором розгортання інфляційних процесів і дестабілізації грошового та валютного ринку країни. Оцінка досвіду реалізації грошово-кредитної політики центральними банками провідних країн світу показує, що особливості перебігу кризових явищ на фінансових ринках і ті згубні наслідки, які вплинули практично на усі аспекти економічного життя суспільства, визначили тенденції до поступової відмови від політики обмеження витрат та жорсткого регулю-

вання фінансової сфери на користь політики стимулювання виробничого зростання і зниження рівня безробіття. За таких обставин вирішення вказаної дилеми було здійснено у розвинутих країнах через реалізацію грошово-кредитної політики експансіоністського спрямування шляхом нарощування центральними банками цих країн власних активів і величини балансів, що було проведено передусім через прямі і нестерилізовані закупівлі державних цінних паперів. Вивчення досвіду реалізації грошово-кредитної політики центральних банків провідних країн світу — передусім Федеральної резервної системи США (далі — ФРС США) та Європейського центрального банку (далі — ЄЦБ) — необхідне, враховуючи рівень відкритості вітчизняної економіки та її високу інтегрованість у світове господарство з усіма наслідками щодо вразливості України до зовнішніх ризиків, а відтак її залежності від монетарної політики інших країн.

Політика ФРС США

Особливості функціонування ФРС США як центрального банку цієї країни обумовлюються передусім роллю долара як провідної міжнародної резервної валюти, а тому монетарна політика ФРС визначає по суті головні тенденції розвитку усєї світової економіки. Водночас ФРС США як центральний банк відповідно до законодавства має головними цілями своєї монетарної політики забезпечення цінової стабільності та максимальної зайнятості, тобто йдеться про цілі, що відображають саме внутрішні аспекти економічного розвитку. При цьому операційна незалежність ФРС, що має ізолювати монетарну політику від впливу короткострокових політичних цілей, забезпечує якраз неможливість використання урядом емісійних засобів центрального банку для фінансування бюджетного дефіциту і дає змогу ухвалювати поточні рішення з урахуванням довгострокової перспективи, оскільки цілі стосовно інфляції і зайнятості повинні виконуватися завжди, а не тільки у якийсь окремий період.

Аналізуючи перебіг подій, які передували розгортанню світової фінансово-економічної кризи, можна стверджувати, що саме окремі заходи грошово-кредитної політики ФРС могли сприяти появі негативних тенденцій на світових фінансових ринках, коли іпотечна криза на кредитному ринку США переросла у глобальну кризу ліквідності фінансового сектору.

Так, після подій 11 вересня 2001 р. головною метою грошово-кредитної політики ФРС США було обрано запобігання рецесії американської економіки, задля чого було взято курс на зниження облікової ставки, що призвело до збільшення пропозиції кредитів на грошовому ринку і появи суттєвого надлишку ліквідності у банківській системі. У цей період процентна ставка стала головним інструментом монетарної політики ФРС для досягнення цілі забезпечення стабільності цін. При цьому головним спрямуванням кредитної політики банківських установ у цей період було обрано не реальний сектор економіки, а ринок іпотечного кредитування, оскільки ціни на нерухомість тоді зростали, а вимоги банків до потенційних позичальників були суттєво занижені. Управління ризиками за такими кредитами здійснювалось шляхом їхнього продажу фінансовим установам, що випускали похідні цінні папери — іпотечні облігації, які завдяки невиважено високим оцінкам провідних рейтингових

агентств вважались достатньо надійними і купувались багатьма інвестиційними та пенсійними фондами і банками у різних країнах світу. Однак “перегрів” кон’юнктури на ринку іпотечного кредитування через надлишок пропозиції обумовив зниження цін на нерухомість (за 2007 р. — на 50 %), що, відповідно, спричинило появу масових неплатежів за кредитами, а це, у свою чергу, призвело до різкого погіршення фінансового стану банків і знецінення їхніх активів. Так власне і розпочалася світова фінансова криза.

Утім, на думку експертів ФРС, головні причини фінансової кризи полягають не у пом’якшувальній монетарній політиці, що через зниження процентних ставок призвела до різкого зростання цін на активи та нерухомість із подальшим їх обвалом у період кризи, а у нераціональному використанні капіталу, який надходив з інших країн, а також у значній залежності комерційних банків від короткострокового фінансування та недоліках в організації їхнього ризик-менеджменту.

Однак кризові явища, розпочавшись на іпотечному ринку США, набули спершу характеру загальної фінансової кризи, а врешті і кризи усєї міжнародної економіки, що, як наслідок, призвело до падіння фондових індексів, дефляції, обвалу цін на сировинних і товарних ринках, рецесії світової економіки, банкрутства провідних банків світу. Фінансова криза охопила також і валютні ринки, спричинивши зростання невизначеності стосовно безпеки та надійності глобальних фінансових активів. А значні збитки за кредитами викликали сумніви у достатності капіталу багатьох банків.

Окрім того, є ще одна важлива проблема, яка становить серйозну загрозу для ефективності монетарної політики ФРС США, — це різке погіршення стану державних фінансів унаслідок значного скорочення податкових надходжень, викликаного кризою і повільним відновленням економіки, а також збільшенням державних витрат на пом’якшення наслідків впливу кризи на економіку і стабілізацію фінансової системи. А відтак зростання державного боргу відносно ВВП, поза сумнівом, рано чи пізно обумовить підвищення ринкової норми процента, що у свою чергу призведе до зниження інвестиційної активності, продуктивності праці та гальмування економічного зростання, а також до посилення залежності США від зовнішніх кредиторів. Крім того, несприятливу роль для реалізації стабілізаційних заходів ФРС відіграє також слабка економічна кон’юнктура, виявом чого є низький рівень споживчих витрат, пов’язаний із високим рівнем безробіття.

За таких обставин грошово-кредитна політика ФРС США набула яскраво вираженого експансіоністського спрямування. З метою послаблення впливу фінансової кризи на банківську систему монетарна влада США змушена була піти на зниження облікової ставки та нарощування грошової бази. Саме починаючи з другої половини 2008 р. розпочалось різке зростання грошової пропозиції ФРС як ключового засобу для подолання рецесії американської економіки. Вже на початку 2009 р. ФРС оголосила про додатковий викуп значних обсягів цінних паперів на ринку — передусім казначейських облігацій та іпотечних паперів, випущених пов’язаними із державою агентствами. При цьому у гострій фазі кризи змінюється структура грошової бази долара, позаяк довгострокові інструменти, що традиційно домінували серед цінних паперів, на певний період

замінюються короткостроковими активами, що пояснюється надзвичайною потребою ринку у додаткових коштах саме у той період. А це означає, що за таких умов баланс ФРС став дещо менш стійким, аніж зазвичай.

Крім того, кошти в економіку ФРС спрямовувала і через різноманітні кредитні програми. Йдеться передусім про інноваційні кредитні механізми, а саме: видачу коштів комерційним банкам на аукціонній основі, надання кредитів первинним дилерам у вигляді дисконтного вікна, прями кредити позичальникам та інвесторам з метою зниження процентних ставок за кредитами, а також сприяння бізнесу і домогосподарствам в отриманні необхідних грошових коштів задля стимулювання економічного зростання. За таких обставин навіть ціною помірної інфляції і зниження курсу долара була поставлена макромета — сприяння зростанню ВВП США та отримання конкурентних переваг американських виробників на зовнішніх ринках, що забезпечує врівноваження платіжного балансу. А щодо ризиків від послаблення власної валюти, то вони перекладаються передусім на іноземних власників — країни, що утримують свої резерви у цій валюті. Водночас надмірно стимулююча монетарна політика ФРС хоча і може поліпшити головні макроекономічні показники за порівняно короткий період, проте згенерована інфляція погіршить їхню динаміку в майбутньому, а в результаті сумарний за декілька років економічний ефект буде гіршим порівняно із результатом від антиінфляційної монетарної політики.

Зазначимо, що запропоновані ФРС США у період кризи інноваційні кредитні механізми відновили функціонування основних сегментів фінансового ринку — передусім міжбанківського кредитування, ринку комерційних паперів і ринку забезпечених активами цінних паперів. І крім того, ці механізми сприяли оптимізації банківського кредитування бізнесу і домогосподарств. Водночас у міру поліпшення умов функціонування фінансового ринку ФРС було прийнято рішення про поступове згортання цих механізмів, а також приведення умов видачі позик через дисконтне вікно до докризового рівня. При цьому керівництво ФРС особливо підкреслювало, що як закриття надзвичайних програм кредитування, так і повернення до докризових умов отримання позик через дисконтне вікно, були відповіддю на поліпшення умов на фінансових ринках, а не пом'якшенням самої грошово-кредитної політики центрального банку.

Та насправді ФРС США готова була зробити реальні практичні кроки щодо подальшого пом'якшення монетарної політики, якщо економіка США продовжить зростати сповільненими темпами, а інфляційні ризики ослабнуть. За словами Б. Бернанке, з метою подальшого поліпшення фінансових умов Федеральний резерв може почати надавати конкретніші орієнтири щодо термінів, протягом яких ФРС планує утримувати на поточному рівні базову ставку і обсяг цінних паперів на своєму балансі. Тобто йдеться про відновлення скуповування цінних паперів, таких як казначейські облигації США, фактично про реалізацію третього раунду програми "Кількісного пом'якшення" (QE3). Перед цим ФРС після зниження цільової ставки за федеральними фондами від 0 до 0,25 % фактично здійснила подальше пом'якшення грошово-кредитної політики за допомогою двох програм великомасштабних закупівель казначейських цінних паперів, цінних паперів іпотечних агентств, забезпечених іпотечними кредитами, і боргових зобов'язань іпотечних агентств (програми

“Кількісного пом’якшення” QE1 і QE2). Ці заходи дозволили значно підвищити ліквідність банківської системи, знизити процентні ставки на кредитному ринку та поліпшити кон’юнктуру іпотечного ринку.

Очевидною також стає зміна цільових пріоритетів грошово-кредитної політики ФРС США, котра усе більше орієнтується на конкретні показники безробіття. Йдеться про заяви керівництва ФРС про недоцільність підвищення базової процентної ставки із поточних 0—0,25 % аж доки рівень безробіття не досягне 6,5 %. І це попри те, що інфляція не повинна усе ж перевищувати цільового порогу у 2,5 %. Таким чином, пріоритетною ціллю монетарного регулювання, яке набуває відтепер винятково “м’яких” форм, обирається ринок праці, а всі зусилля регулятора спрямовуються на зменшення безробіття.

Утім подальше нарощування грошової маси ФРС через програми “Кількісного пом’якшення” уже по суті вичерпало можливості експансіоністської політики на фоні практично нульових процентних ставок, не сприяючи суттєвому поліпшенню ситуації на американському ринку праці, що по суті було головною метою монетарного стимулювання ФРС у останній період. І як тільки процентні ставки знизяться до нуля, залишиться не так багато інструментів для стимулювання економіки. За таких обставин ФРС як один із інструментів грошово-кредитної політики розпочала використовувати зміну структури своїх активів. Так, у вересні 2011 р. вона проголосила про плани суттєвого збільшення в портфелі своїх активів частки довгострокових цінних паперів казначейства США. Такі заходи, на думку керівництва ФРС, мали б забезпечити додаткове стимулювання ділової активності, а також спричинити понижувальний тренд у прибутковості довгострокових казначейських і іпотечних паперів, підвищуючи цим економічну доцільність для інвесторів переглянути свої портфелі на користь таких активів, як корпоративні облігації і акції, тобто по суті стимулювати вкладення капіталів у реальний сектор економіки.

Зростання інфляційних загроз для економіки США суттєво обмежує подальші можливості ФРС щодо застосування програм “Кількісного пом’якшення” як інструменту грошово-кредитної політики. І тому головними засобами монетарного регулювання ФРС можуть бути такі заходи, які даватимуть змогу оперативно обмежувати банківську ліквідність, не змінюючи при цьому величину пасивів ФРС, зокрема операції зворотного РЕПО, більш гнучка процентна політика виплат за залишками банківських коштів на рахунках у федеральних банках, а також депозитна програма заміщення банківських резервів зобов’язаннями ФРС. По суті йдеться про посилення впливу інструментів грошово-кредитної політики ФРС на динаміку процентних ставок грошового ринку й обмеження інфляційних очікувань, котрі упродовж останнього періоду були згенеровані програмами “Кількісного пом’якшення”.

Проблеми “кількісного пом’якшення”

Головною метою програм “Кількісного пом’якшення” (quantitative easing) ФРС США було розширення ресурсних можливостей фінансового сектору економіки для того, щоб забезпечити повернення до стійкого економічного зростання і зниження рівня безробіття. Механізм практичної реалізації цих програм полягає у тому, що центральний банк викуповує іпотечні цінні папери або державні облігації в обсязі, який заздале-

гідь оголошується, щоб знизити їхню прибутковість, а відтак і процентні ставки за діловими паперами. У такому разі викуп активів здійснюється центральним банком за допомогою створення нових грошей, що у свою чергу збільшує баланс Федерального резерву, а, отже, призводить до збільшення грошової маси в економіці. За таких обставин політика QE супроводжується зниженням курсу національної валюти, позаяк кількість грошей збільшується, проте рівень національного багатства країни залишається незмінним. Реалізується кількісне пом'якшення за допомогою монетизації боргу країни і надходження емісійних грошей у ті сфери економіки, в яких спостерігаються проблеми або ж вони орієнтовані на підтримку споживчого попиту. Скуповування боргових цінних паперів ФРС також допомагає економіці знижувати вартість запозичення, оскільки масштабна купівля будь-яких активів зазвичай призводить до зростання цін. А борговий фінансовий ринок влаштований так, що зростання цін позначається на зниженні прибутковості. Крім того, деякі інвестори, незадоволені зростанням цін на облігації, що скуповуються ФРС, переказують кошти в інші активи, такі як корпоративні облігації, що у свою чергу підвищує вартість корпоративних фондів і знижує їх прибутковість, здешевлюючи позики для компаній.

Водночас потрібно зазначити, що обрана у такий спосіб стратегія поведінки ФРС та інших центральних банків розвинутих країн істотно обмежила їхню гнучкість під час реалізації грошово-кредитної політики. Адже у разі, коли ціллю монетарного регулювання обиралося підтримання цінової стабільності, то центральні банки за допомогою відповідних інструментів грошово-кредитної політики мали значні можливості обмежувати обсяги кредитів в економіці і водночас регулювати зростання цін на фінансові активи. Коли ж пріоритетною метою грошово-кредитної політики є стимулювання сукупного попиту, а відтак і забезпечення економічного зростання, то можливості впливу на ці показники у центральних банків виявляються вкрай обмеженими.

Потрібно пам'ятати, що часте проведення політики кількісного пом'якшення може суттєво знизити ефективність передавальних каналів трансмісійного механізму монетарного регулювання. Так, канал процентних ставок стає недієвим передусім тому, що вони знаходяться на вкрай низькому рівні, а низька ефективність кредитного каналу визначається тим, що відбувається падіння ліквідності і оборотності банківського капіталу. Валютний канал трансмісійного механізму за умов кількісного пом'якшення теж втрачає ефективність, адже ослаблення валюти не дає результатів у тому разі, якщо декілька великих центральних банків проводять цю політику одночасно: результати кількісного пом'якшення, спрямованого на отримання девальваційного ефекту, є нульовими, оскільки всі валюти не можуть девальвувати і всі торгові баланси не можуть покращитися одночасно. І, як наслідок, розпочинаються "валютні війни". Якщо відмовитися від інтервенцій і допустити подорожчання валюти, то це підірве зовнішню конкурентоспроможність національних виробників, що призведе до небезпечного рівня дефіциту платіжного балансу.

Зазвичай реалізацію програм "Кількісного пом'якшення" виправдують необхідністю стимулювання економічного зростання і недопущення рецесії. Та насправді утримування центральним банком процентних

ставок на вкрай низькому рівні рано чи пізно може призвести до появи “бульбашок” активів у різних секторах господарства. Прикладом цього може слугувати політика ФРС упродовж 2001—2007 рр., коли зниження ставки за федеральними фондами до 1 % після початку рецесії 2001 р. у подальшому спровокувало появу таких “бульбашок” на ринках нерухомості та іпотечного кредитування. До того ж низькі процентні ставки самі собою уповільнюють розвиток кредитування, оскільки банки схильні виявляти обережність під час видачі кредитів за умови вкрай низької рентабельності через те, що дохід від низьких процентних ставок не виправдовує їхні витрати і ризик.

Так само і на макроекономічному та міжнародному рівні політика кількісного пом’якшення несе значні ризики, пов’язані з можливістю розгортання інфляції, а також ослаблюються стимули для держави проводити необхідні економічні реформи, здійснювати реструктуризацію галузей, забезпечувати жорстку економію бюджетних коштів, скорочувати витрати на апарат управління. Уже сьогодні критики кількісного пом’якшення в США зазначають, що скуповування облігацій віддаляє Конгрес і президента від вирішення бюджетних проблем, породжуючи впевненість, що ФРС візьме на себе придбання і без того величезних боргів країни. А уряди деяких країн незадоволені тим, що кількісне пом’якшення здешевлює долар і завдає збитків їхньому експорту, наповнюючи економіки цих країн капіталом, який доводиться абсорбувати для того, щоб утримати власні валюти від надмірної ревальвації.

За таких обставин зміна пріоритетності цілей монетарного регулювання може супроводжуватись появою реальних загроз потрапляння центральних банків у так звану ліквідну пастку, за якої подальше збільшення пропозиції грошей перестає впливати на ринкову норму процента, а відтак і на динаміку інвестицій, тобто по суті інструменти грошово-кредитної політики стають практично неідеальними, змушуючи центральні банки звертатися до дорогого фіскального і бюджетного втручання із реальною імовірністю подальшої втрати істотної частини своєї незалежності.

Так, враховуючи низьку ефективність QE2 у США, мінімально можливий рівень процентних ставок центрального банку та відсутність у його розпорядженні інших ефективних інструментів, можна зробити висновок, що реальні можливості ФРС щодо подальшого пом’якшення політики вже зараз досить суттєво обмежені, змушуючи уряд США вдаватися до безпрецедентного нарощування величини державного боргу. Тому вже нині фахівці наголошують на необхідності реалізації більш жорсткої грошово-кредитної політики ФРС США. “Я схилиюся до необхідності більш жорсткої політики насамперед за рахунок зменшення балансу Федерального резерву і думаю, що ФРС віддасть перевагу саме цьому підходу” — заявив глава Федерального резервного банку Сент-Луїса Джеймс Баллард¹. Наприкінці червня 2011 р. завершився термін дії програми викупу облігацій обсягом 600 млрд дол., тобто того ж “Другого раунду” кількісного стимулювання (QE2), і оцінка тенденцій розвитку світових фінансових ринків та динаміки показників американської еконо-

¹ Bernanke B.S. *Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy: Speech at the Economic Club of Indiana, Indianapolis, October 2012* [EL resource] / B.S. Bernanke. — URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121001a.htm>.

міки вже тоді давала всі підстави прогнозувати, що це стане завершальним періодом надмірно м'якої грошово-кредитної політики ФРС США.

На той час така політика була виправданою і якщо б центральні банки розвинутих країн не обрали б за стратегічну мету проведення політики кількісних послаблень на користь виробничого розвитку реального сектору, то це незабаром породило б загрозу виникнення у світовій економіці нової хвилі фінансово-економічної кризи. Інакше кажучи, це була вимушена необхідність. Так, голова ФРС США Б. Бернанке, захищаючи ухвалені рішення про запуск нової програми щодо викупу облігацій, яка отримала назву в американській пресі QE2, сказав, що економіка США підійшла “украї близько до межі, коли ціни могли б почати падати, створюючи загрозу зниження заробітних плат і загального падіння економіки”. На його думку, кількісне пом'якшення політики Федерального резерву, всупереч застереженням критиків, не призведе до інфляції. “Побоювання з приводу інфляції, вважаю, надто перебільшені”, — зазначив він, додавши, що на 100 % упевнений у спроможності Федерального резерву узяти, коли буде потрібно, інфляцію під контроль, не допустивши її зростання вище від рівня 2 %, а також вчасно скасувати заходи щодо стимулювання зростання економіки².

Проте щодо такої лінії поведінки центральних банків саме виникають суперечності і проблеми, позаяк зміна пріоритетів у грошово-кредитній політиці зі стратегічної цілі, пов'язаної із забезпеченням довгострокової фінансової стабільності, на ціль, що визначає підтримку економічного зростання, призвела до надмірного нарощування активів провідних центральних банків світу, основна частка в яких почала належати державним борговим зобов'язанням та іншим цінним паперам. На практиці ж це означає кон'юнктурне зростання цін на відповідні активи, що загрожує появою ефекту витіснення приватних інвестицій державним боргом на фінансовому ринку, коли створений центральними банками попит на відповідні фінансові інструменти може знизити привабливість інших напрямів розміщення грошових ресурсів, зокрема через банківське кредитування реального сектору.

Так, якщо проаналізувати досвід ФРС США, то слушною є думка лауреата Нобелівської премії з економіки Джозефа Стігліца, який зазначив, що нові грошові вливання ФРС йдуть не в американську економіку, а перетікають радше у країни, що розвиваються, де з цими грошима змушені боротися. При цьому зростання припливу капіталів до Азії та інших регіонів, що швидко зростають, призводить до ревальвації валют цих країн і створює ризик утворення нових “бульбашок”.

Та все ж, незважаючи на застереження провідних економістів, у вересні 2012 р. ФРС США оголосила про запуск третього раунду програми “Кількісного пом'якшення” (QE3) для боротьби із ослабленням економіки, що перешкоджало створенню робочих місць, — це зазначалось у документах вересневого засідання Федерального комітету з відкритих ринків (FOMC). Також було оголошено про збереження орієнтовно до 2015 р. цільового діапазону базової процентної ставки від нуля до 0,25 % річних як і прогнозували аналітики. Обсяги викупу іпотечних паперів за новою

² Федеральний резерв США снова сохранит базовую ставку неизменной [Эл. ресурс]. — Режим доступа: http://www.uabanker.net/daily/2010/12/121410_0920.shtml.

програмою — 40 млрд дол. на місяць. У ході попередніх двох раундів QE1 та QE2 ФРС скупила активів (іпотечні облігації та папери американського казначейства) на загальну суму 2,3 трлн дол. При цьому глава ФРС Бен Бернанке вважає, що без цих стимулів відновлення економіки США проходило б набагато повільніше.

Очікування від реалізації програми “Кількісного пом’якшення” (QE3) є досить високими. На думку керівництва ФРС, QE3 надасть підтримку ринку нерухомості і призведе до зниження ставок за іпотечними кредитами, а також знизить турбулентність на фінансових ринках. Крім того, ця програма додасть необхідний додатковий стимул для створення робочих місць і убезпечить американську економіку від можливих потрясінь у майбутньому. Адже рівень безробіття в країні, починаючи із 2009 р., тримається на рівні вищому, ніж 8 % Такі свої кроки ФРС розглядає передусім як засіб додаткового стимулювання економіки, зокрема і через проведення такої монетарної політики, яка допускає незначне зростання інфляції за умови скорочення рівня безробіття. На думку глави Федерального резервного банку Чикаго Чарльза Еванса, третій раунд викупу активів, оголошений ФРС США, допоможе стимулювати подальше зростання американської економіки, незважаючи на очікуваний “фіскальний обвал” і труднощі в Єврозоні³.

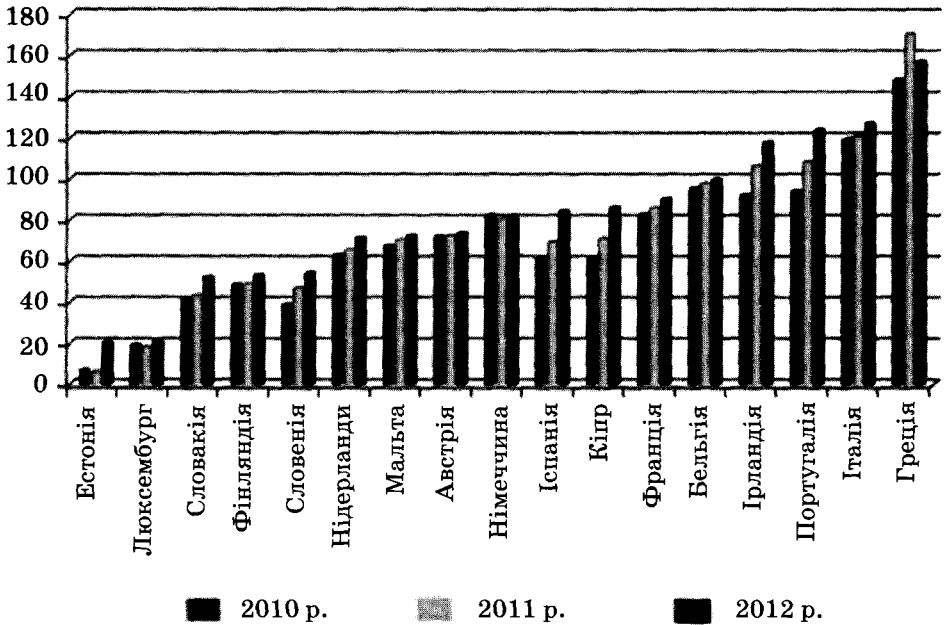
Однак, враховуючи ті ризики, які супроводжують реалізацію програм “Кількісного пом’якшення”, потрібно розуміти, що вони, як і інші нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики, мають свої переваги передусім у короткостроковому періоді. А якщо такі заходи застосовуватимуться центральними банками протягом порівняно тривалих періодів, то їхні негативні ефекти можуть стати дуже серйозними, а довгострокові втрати для національних економік — досить значними. Крім того, без серйозних структурних зрушень в економіці говорити про політику “Кількісного пом’якшення” як головний інструмент боротьби із безробіттям та рецесією не доводиться.

Політика ЄЦБ

Сучасна світова фінансова криза стала першим серйозним випробуванням для євроінтеграційних процесів та ефективності грошово-кредитної політики Європейського центрального банку. Країни — учасниці Євросоюзу опинилися під ударом боргової кризи, яка охопила всю фінансову систему ЄС. Економічне зростання у докризовий період супроводжувалося високими темпами розвитку економіки країн “периферії”, таких як Греція, Іспанія, Португалія, Ірландія принаймні щодо партнерів Єврозони, а оптимістичні очікування споживачів щодо своїх майбутніх доходів сприяли збільшенню поточного споживання і інвестицій, головним чином за рахунок накопичення боргу. Як наслідок, нині більшість держав Єврозони страждають від непомірних державних боргів, що постійно збільшуються, мають хитку банківську систему і низькі темпи відновлення національних економік. Зокрема, загальний державний борг Греції станом на кінець 2012 р. досяг рівня 157 % від ВВП, Португалії — 123, Ірландії — 117, Італії — 127 % (рисуюнок).

О. Дзюблюк, Т. Запаранюк. Грошово-кредитна політика як ключовий інструмент подолання фінансової кризи у розвинутих країнах

³ Evans C. Fed should not scale back QE plan / C. Evans [El. resource]. — URL: <http://www.marketwatch.com>.



Загальний державних борг країн євросони, % від ВВП

Крім того, перед ЄЦБ постала проблема накопичення зоною євро негативного зовнішньоторговельного сальдо, що в умовах плаваючих валютних курсів мало б призвести до ослаблення курсу євро щодо валют країн — основних торговельних партнерів, а це у свою чергу сприяло б поступовому збільшенню експорту товарів. Та насправді курс євро тривалий час не тільки не знижувався, а і, навпаки, зміцнювався відносно інших валют. Стійкість європейської валюти була обумовлена насамперед високим попитом на євро, який зберігався на глобальних ринках. Цей попит стимулювався тим, що центральні банки країн, котрі розвиваються, активно скуповували євро, які надходили від національних експортерів, і накопичували їх в офіційних резервах, не даючи виходу надлишкам європейської валюти на фінансові ринки.

За таких обставин на початковому етапі кризи заходи ЄЦБ були спрямовані на підтримку фінансових інститутів та збереження трансмісійного механізму монетарного регулювання шляхом максимально обережного втручання в операційну активність фінансових ринків. Відтак станом на травень 2013 р. спостерігалось зниження практично всіх процентних ставок за основними операціями рефінансування. Депозитна ставка, за якою ЄЦБ залучає надлишкові ресурси банків, залишилась незмінною та становить 0 %, ставка за основними операціями рефінансування була знижена на 0,25 пункти та становить 0,5 %, а процент за ломбардним кредитуванням також зменшився на 0,5 пункти до 1 % (таблиця). При цьому реалізацію такої “м’якої” політики ЄЦБ планує здійснювати мінімум до липня 2014 р.

Як і ФРС США, у період розгортання світової фінансової кризи ЄЦБ були застосовані заходи нестандартного характеру щодо кредитної підтримки фінансового сектору. Йдеться, зокрема, про встановлення фіксо-

Процентна політика ЄЦБ за період 2007—2013 років

Дата		Депозитний механізм, %	Основні операції рефінансування		Ломбардне кредитування, %
Рік	Дата початку		Аукціони з фіксованими ставками (рівень ставки)	Тендери із змінною ставкою (мінімальний рівень ставки)	
2013	8 травня	0	0,5	—	1
2012	11 липня	0	0,75	—	1,50
2011	14 грудня	0,25	1	—	1,75
	9 листопада	0,50	1,25	—	2
	13 липня	0,75	1,50	—	2,25
2009	13 квітня	0,5	1,25	—	2
	13 травня	0,25	1	—	1,75
	8 квітня	0,25	1,25	—	2,25
	11 березня	0,5	1,50	—	2,50
2008	21 січня	1	2	—	3
	10 грудня	2	2,50	—	3
	12 листопада	2,75	3,25	—	3,75
	15 жовтня	3,25	3,75	—	4,25
	9 жовтня	3,25	—	—	4,25
	8 жовтня	2,75	—	—	4,75
2007	9 липня	3,25	—	4,25	5,25
	13 червня	3	—	4	5
	14 березня	2,75	—	3,75	4,75

ваної ставки процента за аукціонами з повним розподілом всіх запропонованих коштів; проведення додаткового рефінансування строками від 1 місяця до 3, а також розподіл ресурсів строками до 6 місяців та до 1 року; розширення структури активів для забезпечення операцій рефінансування; зниження порогу оцінки активів; прийняття як забезпечення активів, що емітовані на неорганізованих ринках; реалізацію програми придбання облігацій з покриттям⁴.

Таким чином, інноваційні механізми кредитування ЄЦБ, як і ФРС, мали на меті посилення ліквідності банківських установ для відновлення процесів кредитування в економіці та розвитку реального сектору. І так само, як і в США, із досягненням відносної стабілізації ситуації на фінансових ринках ЄЦБ прийняв рішення про поетапний відхід від нестандартних заходів кредитної підтримки банківських установ. Це означало відмову від поновлення проведення операцій довгострокового рефінансування та рефінансування строком на 3—6 місяців, що дозволило

⁴ Корнівська В.О. Досвід реалізації ініціатив Європейського Союзу щодо реформування фінансових ринків / В.О. Корнівська [Ел. ресурс] — Режим доступу : http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/fkd/2012_1/part1/37.pdf

знизити надлишок ліквідності в банківській системі, а також були посилені вимоги до цінних паперів, що бралися під заставу за операціями ЄЦБ з рефінансування. Також у 2012 р. Європейським Союзом було вжито низку заходів, спрямованих на пом'якшення наслідків фінансової кризи, зокрема створено європейський стабілізаційний механізм у формі постійно діючого фонду фінансової допомоги країнам ЄС, що її потребують. Крім того, ЄЦБ було наділено рядом повноважень, що дають йому змогу втручатися в дію ринків облігацій для допомоги проблемним країнам.

Водночас нинішня боргова криза в єврозоні може завдати відчутного удару по репутації самого ЄЦБ, адже вже зараз він послабив правила прийому під заставу держоблігацій країн єврозони і був змушений скуповувати облігації периферійних держав задля їхнього порятунку від дефолту. Відтак на ринках виникає занепокоєння, що найближчим часом ЄЦБ доведеться ще раз відмовитися від своїх переконань і перейти до повномасштабного збільшення грошової маси, щоб стабілізувати боргові ринки в регіоні. А це вже прямо суперечить задекларованій ним позиції про необхідність досягнення цінової стабільності і регулювання відповідних процентних ставок. Відтак наслідком неузгодженості грошово-кредитної політики ЄЦБ та боргової політики окремих країн єврозони стає по суті підрив довіри як до євро у ролі єдиної валюти, так і до самого ЄЦБ як ключового інституту макроекономічного регулювання.

Проте потрібно зазначити і певні позитивні ознаки функціонування єврозони щодо впливу на політику національних урядів — країн її членів, позаяк саме позбавлення ряду повноважень і суверенітету в умовах реалізації грошово-кредитної політики чинило дисциплінуючий ефект на можливості провадження тих чи інших заходів регулятивного впливу на економіку. Адже без спільної валюти у центральних банків окремих європейських країн були б значно ширші можливості щодо надання додаткової ліквідності комерційним банкам, а також девальвації національних валют як засобу обмеження імпорту та стимулювання національних виробників-експортерів. Утім такі можливості негативно позначилися б на бажанні урядів обмежувати видатки державних бюджетів та здійснювати необхідні структурні реформи щодо лібералізації економіки, ціноутворення і ринків, зниження впливу профспілок, припинення практики “купівлі голосів” бюджетними субсидіями, що зрештою призводило б і до зниження власних політичних рейтингів високопосадовців.

У цьому контексті зазначимо, що саме обмежені можливості у здійсненні легких кроків щодо подолання кризових явищ емісійними засобами монетарної політики ЄЦБ змусили уряди багатьох європейських країн вдаватися до жорстких і непопулярних заходів економії, зокрема таких, як обмеження бюджетного дефіциту на національному і муніципальному рівнях, заморожування і скорочення ставок державних службовців, обмеження збільшення пенсій і виплат із соціального страхування, збільшення пенсійного віку, лібералізація ринку праці з можливостями збільшення робочого дня та полегшення звільнення працівників. Такі заходи були притаманні передусім саме тим країнам, які у докризовий період проводили необмежену політику державних витрат, а тому найбільшою мірою постраждали від боргової кризи в єврозоні — Іспанії, Ірландії, Португалії, Італії та Греції.

Позитивною характеристикою у реалізації грошово-кредитної політики ЄЦБ є власне наявність єдиної валюти в зоні євро. Це суттєво зменшує вплив спекулятивних потоків капіталів на валютно-курсову стабільність, позаяк девальваційний тиск іззовні, що виявляється у зниженні конкурентоспроможності національної економіки, може бути відновлений не за рахунок конкуруючої девальвації (якби це сталося у разі наявності власної національної валюти і повного суверенітету у проведенні монетарної політики), а за рахунок передусім структурних реформ, покликаних забезпечити належну гнучкість ринків нарівні з дерегулюванням у всіх галузях економіки, що, поза сумнівом, позначається і на кредитному рейтингу країн. А відтак на економічну політику держав вагомий вплив мають уже не валютні спекулянти, а саме рейтингові агенції та міжнародні інвестори, котрі, діючи за їх рекомендаціями і купуючи суверенний борг окремих країн, по суті змушують відповідні уряди проводити необхідні структурні реформи, а не вдаватися до інфляційних ресурсів для подолання кризи.

Таким чином, з огляду на централізацію монетарної влади в руках ЄЦБ уряди країн єврозони позбавлені можливості проводити незалежну грошово-кредитну політику, а, отже, змушені переглядати і скорочувати видаткові статті держбюджетів, відновлювати конкурентоспроможність на зовнішніх ринках не за рахунок знецінення власної національної валюти, а проводячи дерегулювання і роблячи ринки максимально гнучкими. Саме участь у валютному союзі гарантує, що країни, які не дотримуються бюджетної дисципліни, ставлять під сумнів свою платоспроможність на міжнародному рівні, і, якщо вони хочуть уникнути дефолту, то змушені будуть взяти усіх необхідних заходів щодо відновлення стійкості власної фінансової системи. З іншого боку, саме боргові проблеми єврозони змусили ЄЦБ переглянути свої наміри та поновити масштабну пропозицію ліквідності шляхом викупу боргових цінних паперів відповідних країн.

Необхідно зазначити, що збільшення пропозиції грошей через процентний і кредитний канали трансмісійного механізму монетарної політики потребує врівноваження обсягу грошей з метою обмеження доступності фінансування через видатки бюджету, щоб не допустити розгортання інфляційних процесів. А тому в єврозоні чіткіше, на відміну від США, простежується комбінація стимулюючої монетарної та фіскальної політики. ЄЦБ обережніший щодо подальших емісійних послаблень і нарощування обсягів суверенних боргів, відзначаючи ризики затягування згортання програм стимулювання. Водночас зона євро, залишаючись у межах жорсткіших бюджетних обмежень, ніж США, виявилась і в менш сприятливих стартових умовах, пов'язаних із фінансуванням реального сектору економіки, що може визначити більшу глибину рецесії.

У лютому 2013 р. ЄЦБ залишив без зміни ключову процентну ставку єврозони — на рівні 0,75 %, а в травні цього ж року було прийнято рішення знизити її до 0,5 %. При цьому ставка за депозитами була збережена на нульовому рівні, тоді як ставка кредитування зменшилася до 1 з 1,5 %. І хоча це історичні мінімуми для єврозони, та все ж ключові ставки інших провідних центральних банків знаходяться на ще нижчому рівні (ФРС США — 0,25 %, Банку Японії — 0 %). Таке рішення стало однією з причин підвищення курсу євро. Вагомим фактором, який спо-

нукав ЄЦБ до таких заходів, було уповільнення інфляції в еврозоні (2,5 % у 2012 р. порівняно із 2,7 % у 2011 р.).

Одним із позитивних кроків, спрямованих на стабілізацію фінансової ситуації у еврозоні, також є досягнення домовленостей стосовно створення Європейського банківського наглядового органу, який почне працювати в 2014 р. Під наглядом ЄЦБ повинні перебувати банки, чії активи перевищують 30 млрд євро. Окрім того, ЄЦБ матиме право втручатися в діяльність менших фінансових установ за перших ознак проблем. Фактично уже схвалене рішення про те, що ЄЦБ стане головним наглядовим органом над банками еврозони.

Крім того, ЄЦБ почав скорочувати свій баланс, оскільки банки достроково повертають кредити, видані минулого року. Отже, можна вважати, що початок поточного року характеризується зміною цільових пріоритетів у реалізації ЄЦБ грошово-кредитної політики, котра із м'якої експансіоністської, що була характерною для періоду розгортання кризи, набула явних ознак обмежувальної, антиінфляційної, що свідчить про впевненість ЄЦБ у хороших перспективах розвитку європейської економіки, зростання довіри інвесторів до євро, а також дієвість інших антикризових заходів бюджетної і стабілізаційної політики країн еврозони та їхній позитивний вплив на динаміку економічного зростання.

Таким чином, можна вважати, що ЄЦБ має значні можливості ефективного управління кризовими економічними ситуаціями, що дозволило зоні євро не допустити "сповзання" національних економік в рецесію і забезпечити мінімальні темпи економічного зростання. Немає жодних сумнівів, що керівництво ЄЦБ і надалі докладатиме всіх зусиль для запобігання розпаду еврозони та ослаблення міжнародних позицій єдиної європейської валюти.

Висновки. Отже, оцінка зарубіжного досвіду реалізації грошово-кредитної політики провідними центральними банками світу у посткризовий період свідчить, що відповідні умови монетарного регулювання мають давати відповідь на запитання, якої спрямованості повинна набути ця політика відповідно до тих стратегічних завдань, котрі ставляться перед усім механізмом державного регулятивного впливу на економічний розвиток країни задля подолання наслідків кризи не лише у фінансовому, а й реальному секторі, а також, що необхідно змінити для того, щоб центральний банк міг впливати не тільки на поточний, а й на середньо- та довгостроковий розвиток національної економіки, забезпечуючи належний рівень довіри до своїх дій. Потрібно наголосити, що прискорення темпів інфляції як результат експансіоністської грошово-кредитної політики, а також продовження нарощування і без того величезної державної заборгованості у багатьох регіонах світу можуть стати на заваді відновленню світової економіки у посткризовий період, що змусить центральні банки із значно більшою обережністю ставитись до реалізації завдань із стимулювання розвитку національних господарств і взяти курс на поступовий перехід до рестрикційних заходів грошово-кредитного регулювання. А це у свою чергу за умов ще недостатньо стійких тенденцій до відновлення провідних національних економік світу в посткризовий період може мати підвищені ризики повернення до рецесії у світових масштабах.

І хоча у монетарній політиці провідних центральних банків світу як головний цільовий орієнтир зберігається забезпечення цінової стабільності, та все ж реалізація завдань щодо участі у регулюванні макроекономічних процесів і стабілізації роботи фінансового сектору, посилення контролю за ним і захисту від ризиків як обов'язковий елемент антикризових заходів стануть невід'ємними складовими діяльності центральних банків розвинутих країн. Водночас заходи монетарної політики, котрі знижуватимуть ризики розгортання інфляційної спіралі в економіці, сприятимуть у подальшому зростанню довіри суспільства до центральних банків, а також забезпечать підвищення ефективності трансмісійного механізму грошово-кредитного регулювання в цілому.

Список використаних джерел:

1. *Bernanke B.S.* Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy : Speech at the Economic Club of Indiana, Indianapolis, October, 2012 [El. resource] / B.S. Bernanke. — URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121001a.htm>.
2. Четыре принципа ФРС [Эл. ресурс]. — Режим доступа: <http://elitetrader.ru/index.php?newsid=121539>.
3. *Evans C.* Fed should not scale back QE plan [El. resource] / C. Evans. — URL: <http://www.marketwatch.com>.
4. Федеральный резерв США снова сохранит базовую ставку неизменной [Эл. ресурс]. — Режим доступа: http://www.uabanker.net/daily/2010/12/121410_0920.shtml.
5. Monetary Policy Report submitted to the Congress on February 26, 2013, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act [El. resource]. — URL: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy>.
6. *Rosengren E.S.* The Economic Outlook and Unconventional Monetary Policy / E.S. Rosengren / Cutler Center for Investments and Finance Wellesley. — Massachusetts, 2012. — № 1. — 13 p.
7. *Bernanke B.S.* Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission / B.S. Bernanke, M. Gertler // The Journal of Economic Perspectives. — Vol. 9. — № 4 (Autumn, 1995). — P. 27—48.
8. *Корнівська В.О.* Досвід реалізації ініціатив Європейського Союзу щодо реформування фінансових ринків [Ел. ресурс] / В.О. Корнівська. — Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/fkd/2012_1/part1/37.pdf.

Надійшла до редакції 31.05.2013

Olexandr Dziubliuk, Tetiana Zaparaniuk. Monetary-Credit Policy as a Key Instrument for Overcoming Financial Crisis in Developing Countries

The peculiarities of realization of monetary-credit policy by the central banks of developing countries in the period of the world financial crisis are being considered. The changes in conditions of employing some instruments of monetary regulation by the Federal reserve system of the USA and the European central bank, as well as the changes in priorities in monetary-credit policy of the central banks of developing countries are being analysed.