

## Розділ 2

# ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНИМ ГОСПОДАРСТВОМ

DOI: [https://doi.org/10.24144/2409-6857.2024.1\(63\).22-27](https://doi.org/10.24144/2409-6857.2024.1(63).22-27)

УДК 330.33:338.24

Гусак Н.М.

### ТЕОРЕТИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ЗАСТОСУВАННЯ ЗАХОДІВ НЕТРАДИЦІЙНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

*У статті досліджено суть та причини застосування заходів нетрадиційної монетарної політики. Акцентовано увагу на основних підходах до реалізації нетрадиційної монетарної політики. Окреслено основні інструменти цієї політики та особливості їхнього використання центральними банками. Охарактеризовано два варіанти реалізації політики керівництва на майбутнє та визначено їхні переваги і недоліки. Детально проаналізовано механізм впливу кількісного пом'якшення на економіку, обґрунтовано причини та наслідки застосування цього інструменту нетрадиційної монетарної політики. Визначено суть політики від'ємних процентних ставок та окреслено основні негативні наслідки, пов'язані з її реалізацією.*

**Ключові слова:** нетрадиційна монетарна політика, кількісне пом'якшення, керівництво на майбутнє, політика від'ємних процентних ставок, центральний банк, облікова ставка, економічна криза.

**Постановка проблеми.** Світова фінансова криза 2007-2009 рр. змінила погляди на впровадження монетарної політики, адже до неї центральні банки переважно вдавалися тільки до традиційних заходів. Основною ціллю цих заходів було досягнення цінової стабільності, а основним інструментом була облікова ставка. Проте світова фінансова криза призвела до порушення нормального функціонування фінансових ринків, і центральні банки стикнулися з нижньою нульовою межею процентних ставок, коли подальше зниження облікової ставки було вже неможливим. Таким чином, центральним банкам довелося використовувати інші інструменти з метою впливу на реальний сектор економіки.

На сьогоднішній день центральні банки розвинутих країн мають досить великий досвід використання заходів нетрадиційної монетарної політики. В умовах кризи, спричиненої пандемією коронавірусу, центральні банки низки країн, що розвиваються, також почали застосовувати нетрадиційну монетарну політику

для подолання збоїв у функціонуванні фінансових ринків.

Дослідження нетрадиційної монетарної політики є вкрай актуальним для економіки України, яка опинилася перед надзвичайно сильними викликами, що змушує шукати дієві монетарні інструменти для можливості впливу на реальний сектор в умовах макроекономічної нестабільності.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Особливості нетрадиційних заходів монетарної політики досліджують у свої наукових працях такі вітчизняні вчені, як С. О. Якубовський, Г. С. Алексеєвська, С. І. Брус та Є. О. Бублик, А. В. Гурьєва, Л. А. Бондаренко. Вітчизняні науковці О. А. Шуба та В. Г. Панченко аналізують досвід використання нетрадиційної монетарної політики Європейським центральним банком. Крім того, цією темою цікавляться багато зарубіжних економістів: С. Козіцкі, Е. Сантор, Л. Суханек, П. Рабанал, Д. Сандрі, А. В. Шестопалова, Д. Ферреро, М. Цеклоні, А. Зеккі.

Однак багато досліджень, присвячених цій науковій проблематиці, мають здебільшого оглядовий характер або спрямовані на дослідження особливостей нетрадиційної монетарної політики конкретної країни, тому потребують більш структурованого підходу до класифікації основних інструментів

© Гусак Н.М., аспірант кафедри економіки і підприємництва, ДВНЗ «Ужгородський національний університет», E-mail: nazarii.husak@uzhnu.edu.ua

нетрадиційної монетарної політики та обґрунтування впливу механізму впливу кожного з них на економіку.

**Метою статті** є дослідження особливостей застосування заходів нетрадиційної монетарної політики.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** За звичайних умов центральні банки реалізують монетарну політику шляхом зміни облікової ставки. Монетарний імпульс передається на міжбанківський ринок, а згодом доходить до інших фінансових ринків.

Однак під час фінансової кризи канали передачі порушуються. Незважаючи на зниження облікової ставки, центральні банки не мають змоги впливати на ринкові процентні ставки, адже трансмісійний механізм може бути сильно пошкоджений внаслідок порушень на фінансових ринках [1, с. 5].

З іншого боку, зниження облікової ставки також має обмеження у вигляді нижньої нульової межі. Таким чином, відновити нормальне функціонування економіки в умовах кризи часто є неможливим за допомогою зниження облікової ставки, як це передбачає звичайна монетарна політика. На думку деяких науковців, це не є ознакою неспроможності монетарної політики впоратися з викликами, а скоріше безпосередньо пов'язано з гостротою кризи. У зв'язку з цим центральні банки використовують інші інструменти для відновлення ефективності трансмісійного механізму та стимулювання сукупного попиту.

Існує два різних підходи до застосування нетрадиційної монетарної політики. Перший — це послідовний підхід, який в основному використовують Федеральна резервна система, Банк Японії та Банк Англії. У цьому випадку нетрадиційна монетарна політика розглядається як альтернатива традиційній. Коли облікова ставка знижується і досягає нижньої нульової межі, то для подальшого стимулювання використовується нетрадиційна монетарна політика. Згідно з новокейнсіанською моделлю, підвищення інфляції внаслідок розширення балансу центрального банку може знизити реальні процентні ставки. У другому підході, який використовується в основному Європейським центральним банком, нетрадиційна монетарна політика доповнює традиційну. Облікова ставка встановлюється для забезпечення стабільності цін. Проте під час кризи ця ставка може не впливати на всю економіку. У цьому випадку нетрадиційна монетарна політика використовується

паралельно з традиційною з метою усунення збоїв трансмісійному механізмі [2, с. 96-97].

Науковці виділяють три основні інструменти нетрадиційної монетарної політики:

- керівництво на майбутнє (*forward guidance*);
- кількісне пом'якшення (*quantitative easing*);
- політика від'ємних процентних ставок (*negative interest rate policy*).

Керівництво на майбутнє полягає в публічному оголошенні центрального банку про ймовірну динаміку короткострокових процентних ставок в майбутньому. Воно головним чином впливає на фінансові рішення домогосподарств, фірм та інвесторів. Проте його ефективність напряду залежить від довіри суспільства до центрального банку та здатності останнього притримуватися оголошеного курсу [3, с. 4].

Цей інструмент часто може навіть більше впливати на економіку, ніж зміна облікової ставки. Річ у тім, що довгострокові процентні ставки є економічно важливими, оскільки вони впливають на ставки за іпотечними кредитами та на кредитування бізнесу. Можна стверджувати, що довгострокові процентні ставки частково відображають очікування ринку стосовно динаміки короткострокових процентних ставок в майбутньому. Очікування суспільства щодо майбутнього курсу монетарної політики є дуже важливими, оскільки ці очікування суттєво впливають на поточні фінансові умови, які, у свою чергу, здійснюють вплив на виробництво, зайнятість та інфляцію з часом [4]. Наприклад, оскільки інвестори можуть вільно вибирати між утриманням довгострокових цінних паперів та пролонгацією короткострокових, довгострокові процентні ставки тісно пов'язані з очікуваннями учасників ринку щодо подальшої динаміки короткострокових ставок. Якщо суспільство очікує, що центральний банк підтримуватиме короткострокові процентні ставки на низькому рівні, тоді за інших рівних умов поточні довгострокові процентні ставки також будуть низькими. Очікування насправді є настільки важливими, що центральний банк може значно підвищити ефективність монетарної політики, позитивно впливаючи на них [5].

Науковці виділяють два варіанти реалізації керівництва на майбутнє. Перший варіант полягає в роз'ясненні динаміки процентних ставок в майбутньому, проте без взяття на себе жодних зобов'язань з боку центрального банку. Ця оцінка ґрунтується на очікуваннях щодо економічної активності або інфляції, що

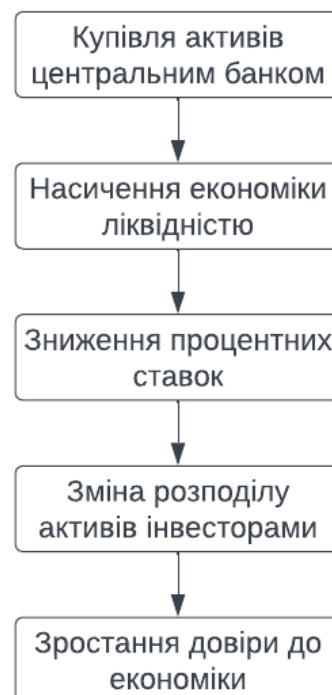
допомагає економічним контрагентам краще зрозуміти погляд центрального банку на майбутню зміну процентних ставок. У цьому випадку державна інституція має можливості для маневру у випадку непередбачуваних обставин, оскільки не зобов'язується конкретним чином впливати на монетарну політику. Проте суспільство може недостатньо довіряти центральному банку та сумніватися в його можливостях притримуватися чітко встановленого курсу [6, с. 13].

В альтернативному варіанті реалізації політики керівництва на майбутнє центральний банк зобов'язується не підвищувати короткострокові процентні ставки протягом певного періоду часу, що може мати набагато більший вплив на очікування економічних суб'єктів та на економіку в цілому, ніж попередній варіант реалізації цієї політики. Особливо ефективним цей підхід є тоді, коли короткострокові процентні ставки знаходяться на рівні або близько рівня нижньої нульової межі, і центральний банк шукає альтернативні способи стимулювання економіки у зв'язку з неможливістю подальшого зниження облікової ставки. Однак недоліком другого варіанту реалізації керівництва на майбутнє є те, що взяття на себе зобов'язань центральним банком може обмежити його гнучкість у реагуванні на зміни в економіці [5].

Другим інструментом нетрадиційної монетарної політики є кількісне пом'якшення, що полягає в широкомасштабній купівлі цінних паперів центральним банком на відкритому ринку. За допомогою цього інструменту державна інституція намагається знизити процентні ставки, збільшити пропозицію грошей, а також збільшити кредитування домогосподарств і бізнесу. Основною ідеєю цього інструменту є те, що навіть попри нижню нульову межу процентних ставок, центральний банк має змогу стимулювати економіку, оскільки купівля цінних паперів, зокрема довгострокових державних облігацій, призведе до зростання цін на останні та зниження довгострокової дохідності.

В рамках кількісного пом'якшення можуть бути придбані також цінні папери приватних підприємств або комерційних банків. Це може зменшити вартість запозичень та позитивно вплине на економічне зростання, проте такі операції піддають центральний банк кредитному ризику та ризику потенційних збитків, тому здебільшого здійснюється купівля державних цінних паперів [3, с. 4-5].

Механізм впливу кількісного пом'якшення на економіку можна описати за допомогою таких етапів (див. рис. 1):



**Рис. 1. Механізм впливу кількісного пом'якшення на економіку**

Джерело: Побудовано автором на основі [7]

1. Центральний банк купує довгострокові цінні папери на відкритому ринку у великих фінансових установ (первинних дилерів).
2. Внаслідок цих операцій фінансові установи мають більше готівки на своїх рахунках, яку вони можуть зберігати, позичати домогосподарствам та фірмам, або використовувати для купівлі інших активів. Вливання грошей в економіку має на меті запобігання проблемам у фінансовій системі, таким як кредитна криза, коли доступні позики зменшуються або критерії для позичання грошей різко збільшуються. Це забезпечує нормальне функціонування фінансових ринків.
3. Купівля центральним банком цінних паперів, зокрема довгострокових державних облігацій та інших активів з фіксованим доходом, призводить до підвищення цін на облігації у зв'язку зі збільшення попиту з боку центрального банку. З іншого боку, це призводить до зниження доходності облігацій, оскільки власники облігацій тепер отримують менше грошей. Нижчі процентні ставки знижують вартість запозичень, заохочуючи домогосподарства та фірми збільшувати кредитну активність, що допомагає стимулювати економічну діяльність.
4. Враховуючи нижчу доходність цінних паперів з фіксованим доходом, інвестори ймовірно вклатимуть кошти в активи з високою віддачею, наприклад акції. Таким чином, фондовий ринок може суттєво зрости внаслідок впровадження кількісного пом'якшення.
5. Довіра до центрального банку та економіки зростає, тому фірми та домогосподарства здійснюють більше запозичень, інвестують на фондовому ринку, наймають додаткових працівників на підприємства та витрачають більше грошей в економіці. Усі вищезазначені чинники допомагають стимулювати економічне зростання.

Кількісне пом'якшення застосовують в періоди великої невизначеності або фінансової кризи, яка може перерости в ринкову паніку. Цей інструмент призначений як для вирішення безпосередніх проблем на фінансових ринках, так і для запобігання ще гіршій кризі.

На відміну від традиційної монетарної політики, у випадку кількісного пом'якшення центральний банк таргетує зниження саме довгострокових процентних ставок, яке в подальшому призведе до зниження вартості запозичень, що стимулюватиме економічне зростання. Саме тому державна інституція купує цінні папери з більшим терміном погашення. Ці заходи також розширюють баланс центрального банку [4, с. 4].

Крім того, застосування кількісного пом'якшення може слугувати потужним сигналом для суспільства, адже свідчить про наміри центрального банку купувати цінні папери з метою зниження довгострокових процентних ставок. Це також свідчить про те, що центральний банк має намір стимулювати економічне зростання, що впливає на ринки капіталу та ціни активів. В цьому випадку кількісне пом'якшення може ефективно доповнювати політику керівництва на майбутнє. Деякі економісти вважають, що вищезазначений сигнальний ефект є найвпливовішим компонентом кількісного пом'якшення [3, с. 5].

Третім інструментом нетрадиційної монетарної політики є запровадження від'ємних процентних ставок. За допомогою від'ємних процентних ставок центральний банк знижує загальну вартість запозичень в економіці, прагнучи підвищити економічну активність шляхом збільшення інвестицій та споживчих витрат. Основна ідея цього інструменту полягає в тому, що замість сплати відсотків за користування кредитом, позичальник отримує кошти від кредитора. Центральний банк змушений вдаватися до таких заходів у періоди глибоких економічних криз, коли облікова ставка вже досягла нульового рівня, і немає можливості далі стимулювати економіку.

На перший погляд цей інструмент може здатися не зовсім логічним, оскільки саме кредитор зобов'язується брати на себе всі ризики, пов'язані з кредитом. Проте, річ у тім, що у кризові часи економічні суб'єкти не схильні витрачати кошти, адже очікують на покращення економічної ситуації. В такі часи суспільство здебільшого тримає готівку у себе та заощаджує, тому існує ризик потрапити в дефляційну спіраль, адже ця поведінка може призвести до

зниження рівня цін в економіці, споживчих видатків, прибутків, а також підвищення рівня безробіття. Саме тому центральний банк змушений втручатися в економіку і запроваджувати політику від'ємних процентних ставок задля стимулювання інвестиційної активності та спонукання економічних суб'єктів брати більше кредитів і витратити більше коштів, ніж тримати їх на депозиті.

Крім того, зниження процентних ставок призводить до знецінення національної валюти, адже низька або навіть від'ємна дохідність державних цінних паперів призведе до стримування інвесторів, і це може знизити попит на національну валюту. Для країн-експортерів це матиме суттєвий вплив, адже може призвести до збільшення експорту та покращення економічної ситуації.

Політика від'ємних процентних ставок може призводити до негативних наслідків, адже її запровадження не гарантує те, що суспільство братиме більше кредитів або витратитиме більше грошей в економіці. Натомість, люди можуть продовжити зберігати готівку вдома, що призведе до відтоку коштів з банківських установ та зменшення їхньої прибутковості. Економічні суб'єкти також можуть бути обурені запровадженням цієї політики, адже це не дозволить їм отримувати доходи від депозитів [3, с. 5-6].

Деякі економісти виділяють також надання ліквідності фінансовим установам як окремих інструментів нетрадиційної монетарної політики. У цьому випадку центральний банк діє в ролі кредитора останньої надії, надаючи пряму допомогу фінансовим установам. У разі гострої кризи ця допомога може бути життєво важливою та застосовуватися з метою підтримки

неліквідних установ та зниження панічних настроїв на ринках [2, с. 97].

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** Таким чином, можна стверджувати, що в часи серйозних економічних криз центральним банкам часто доводиться застосовувати нетрадиційні заходи монетарної політики. Ці заходи можуть допомогти тоді, коли традиційна монетарна політика вже вичерпала свої можливості і облікова ставка знаходиться біля нижньої нульової межі.

Проте центральним банкам слід виважено підходити до застосування нетрадиційної монетарної політики і враховувати особливості її використання, оскільки недоцільне застосування цієї політики може мати руйнівні наслідки для економіки. Застосування нетрадиційних заходів монетарної політики є обґрунтованим в умовах низької облікової ставки та пошкоджень трансмісійного механізму.

В подальшому доцільно проаналізувати вплив нетрадиційних заходів монетарної політики на макроекономічні показники, такі як ВВП, рівень інфляції та безробіття, оскільки вплив на них можна спостерігати лише через більш тривалі часові лаги. Також важливим є дослідження того, чи заходи нетрадиційної монетарної політики доцільно застосовувати як звичайне доповнення до традиційної монетарної політики, чи виключно у випадку крайньої необхідності. Крім того, доцільно дослідити, яким чином центральний банк повинен ефективно застосовувати ці заходи, щоб позитивно вплинути на економічне зростання і водночас не допустити надмірного зростання рівня інфляції. Ці запитання пропонують багато важливих тем для подальших досліджень у сфері нетрадиційної монетарної політики.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Cecloni M. Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice / M. Cecloni, G. Ferrero, A. Secchi. // *Questioni di Economia e Finanza*. – 2011. – No. 102. – 38 p.
2. Yilmaz D. The Unconventional Monetary Policy: A Theoretical Approach / D. Yilmaz, E. Ertürk, F. Eryilmaz. // *International Journal of Trade, Economics and Finance*. – 2017. – Vol. 8, No. 2. – P. 96 – 101.
3. Dell'Aricecia G. Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom / G. Dell'Aricecia, P. Rabanal, D. Sandri. // *Hutchins Center Working Paper*. – 2018. – No. 48. – 23 p.
4. Williams J. The Federal Reserve's Unconventional Policies / John Williams. // *FRBSF Economic Letter*. – 2012. – No. 34. – 8 p.
5. Lee J. What is forward guidance? [Електронний ресурс] / J. Lee, S. Boocker, D. Wessel // *The Brookings Institution*. – 2023. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.brookings.edu/articles/what-is-forward-guidance/>.
6. Potter S. Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis / S. Potter, F. Smets. // *CGFS Papers*. – 2019. – No. 63. – 85 p.
7. Jackson A. Quantitative Easing Explained [Електронний ресурс] / Anna-Louise Jackson // *Forbes Advisor*. – 2024. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.forbes.com/advisor/investing/quantitative-easing-qe/>.

## REFERENCES

1. Cecloni M. (2011). Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice. *Questioni di Economia e Finanza*. No. 102 [in English].
2. Yilmaz D. (2017). The Unconventional Monetary Policy: A Theoretical Approach. *International Journal of Trade, Economics and Finance*. Vol. 8, No. 2, 96 – 101. [in English].
3. Dell’Ariccia G. (2018). Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Hutchins Center Working Paper*. No. 48 [in English].
4. Williams J. (2012). The Federal Reserve’s Unconventional Policies. *FRBSF Economic Letter*. No. 34 [in English].
5. Lee J. (2023). What is forward guidance? The Brookings Institution. Retrieved from: <https://www.brookings.edu/articles/what-is-forward-guidance/> [in English].
6. Potter S. (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. *CGFS Papers*. No. 63 [in English].
7. Jackson A. (2024). Quantitative Easing Explained. *Forbes Advisor*. Retrieved from: <https://www.forbes.com/advisor/investing/quantitative-easing-qe/> [in English].

*Отримано 28.02.24*