

УДК: 339.7

**С. О. Якубовський,**

доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри світового господарства  
і міжнародних економічних відносин  
Одеського національного університету імені І. І. Мечникова,  
Французький бульвар 24/26, м. Одеса, 65044, Україна,  
e-mail: sergey\_yakubovskiy@yahoo.com

**Г. С. Алексєєвська,**

аспірантка  
кафедри світового господарства  
і міжнародних економічних відносин  
Одеського національного університету імені І. І. Мечникова,  
Французький бульвар 24/26, м. Одеса, 65044, Україна,  
e-mail: galina.alekseevskaya23@gmail.com

## **НЕТРАДИЦІЙНІ МЕТОДИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ: ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ПРАКТИКА ЗАСТОСУВАННЯ В ЄС ТА США**

У статті розглядаються теоретичні аспекти застосування нетрадиційних методів монетарної політики. Проводиться аналіз практичного застосування даних методів Федеральною резервною системою США і Європейським центральним банком ЄС. Також дається оцінка ефективності та наслідків застосування нетрадиційної монетарної політики для національних економік.

**Ключові слова:** нетрадиційна монетарна політика, сигнальні методи, кредитне стимулювання, негативні процентні ставки.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Остання світова фінансова криза та боргова криза Єврозони, здійснили істотний вплив на можливості Центральних банків регулювати обсяги ліквідності між-банківського ринку, спочатку шляхом послаблення передавального механізму монетарної політики, а потім, зробивши такий вплив просто неможливим, коли банки провідних країн світу при застосуванні своїх традиційних методів виявилися в «пастці ліквідності».

Саме тому Федеральна резервна система США, потім і Європейський центральний банк Європейського союзу почали застосовувати зовсім інші методи регулювання, що надалі в економічній літературі отримало назву «нетрадиційна монетарна політика».

Разом з тим, наслідки застосування нетрадиційної монетарної політики є неоднозначним, по-різному оцінюються вченими і суспільством та є актуальними для більш глибокого аналізу.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Серед експертів досі триває дискусія з питань змісту використовуваних понять при аналізі нетрадиційних заходів монетарної політики.

У спеціальній літературі представлено кілька класифікацій нетрадиційних заходів грошово-кредитної політики, або політики балансових рахунків.

1. До нетрадиційних заходів ДКП відносять ті, що збільшують розмір балансових рахунків господарюючих суб'єктів, і ті, що змінюють структуру їх балансів [1].

2. Нетрадиційні заходи ділять на: а) заходи кількісного пом'якшення (Quantitative easing, QE), під якими зазвичай розуміють покупки довгострокових цінних паперів; б) заходи кредитних послаблень (Credit easing, CE), або заходи підтримки кредитних ринків [2].

3. Різновиди нетрадиційних заходів ДКП можна виділяти по тому, як відповідні операції відображаються в балансі ЦБ [3].

4. Також фахівці аналізують нетрадиційні заходи ДКП з точки зору ринків, на яких вони реалізуються: а) заходи політики обмінного курсу; б) заходи політики квазіуправління суверенним боргом; в) заходи кредитної політики; г) заходи політики банківських резервів [4].

Ці заходи стали відносити до нетрадиційних в силу того, що вони являють собою прямий відхід від політики яка реалізовувалася ЦБ в останні 20 років.

**Постановка завдання.** Метою статті є аналіз особливостей застосування нетрадиційних методів монетарної політики у США і країнах Єврозони та визначення їхніх наслідків на національні економіки.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** У серпні 2007 року основні економіки світу показали відчутне зниження ділової активності. Центральні банки розвинених країн світу зіткнулися з новими викликами. Після краху «доткомів» у 2000 році, зниження облікових ставок в 2001-2003 рр. досить швидко дало змогу відновити економічне зростання. У 2007 році економічний шок був настільки сильним, що облікова ставка вже була знижена до значень близьких до нуля.

У той же час реальний сектор економіки все одно не отримував необхідні йому фінансові ресурси як через ослаблення дії кредитного мультиплікатора, так і з-за небажання кредиторів брати на себе додаткові ризики. Отже, подальше використання традиційних методів грошово-

кредитної політики в нових економічних умовах для розвинених країн було значно ускладнено. Тому для додаткового стимулювання економіки низкою країн були використані нетрадиційні інструменти грошово-кредитної політики.

Прикладом застосування нетрадиційних методів є політика Федеральної резервної системи. Одним з методів які застосовувалися – це сигнальні методи, зокрема спрямоване керівництво, яке, складається з обіцянок центрального банку щодо його майбутніх дій. Як правило, сучасна макроекономічна теорія робить переконливий приклад того, що грошово-кредитна політика працює більш ефективно, коли центральний банк веде себе систематично, щоб громадськість добре розуміла політику. Якщо спрямоване керівництво повинно працювати, громадськість повинна думати, що заяви ФРС про майбутнє – це не просто розмови – обіцянки ФРС повинні заслуговувати довіри [5].

Ще один метод який застосовувався в США – це політика кредитного стимулювання (*credit easing*) розпочата Федеральною резервною системою США в 2008 році. При цьому відбувається зростання активу балансу не через купівлю державних цінних паперів, а прямим стимулюванням проблемних сегментів фінансового ринку через купівлю боргових цінних паперів корпорацій в США і це були в основному іпотечні цінні папери. Ефективність такої політики безпосередньо залежить від значимості фондового ринку в кредитуванні реального сектора економіки. У США основний обсяг кредитування здійснюється саме через фондовий ринок, тому і основні зусилля були спрямовані на підвищення його ліквідності і нормалізації рівня ризиків.

В кінці 2008 року спад економіки США заглибився з перспективою істотного дефіциту ліквідності фінансової системи. У відповідь на це ФРС починає безпосереднє кредитування широкого кола контрагентів під значний перелік застави з метою підвищення ліквідності фінансової системи. Вливання ліквідності у фінансову систему почалося у вересні 2008 року, перш за все, через програми підтримки ліквідності банківської системи. У грудні 2007 р ФРС оголосила про початок дії нової програми термінових аукціонів (*Term Auctions Facility, TAF*). Банки – учасники аукціонів могли отримувати кредити на терміни 28 або 84 дні. У березні 2008 р ФРС оголосила про введення двох нових програм кредитної допомоги уповноваженим дилерам.

У вересні 2008 року, коли обсяг операцій міжбанківського ринку досяг найнижчого рівня, вибухнула криза взаємних фондів грошового ринку. Довіра до цих інститутів, які мали великий портфель іпотечних

паперів, різко впала, продовжували нормально функціонувати лише фонди за операціями з паперами казначейства США. Після банкрутства великого фонду Reserve Primary Fund, пов'язаного з потерпілим крах Lehman Brothers, ФРС прийняла програму допомоги взаємним фондам грошового ринку за операціями з комерційними паперами (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Funds Lending Facility, AMLF). Згідно з цією програмою депозитні установи, які купують у взаємних фондів комерційні папери, забезпечені надійними активами, могли отримати у ФРС кредит для фінансування цих операцій за пільговою процентною ставкою. Подібна міра дозволила стабілізувати ринок комерційних паперів. Нарешті, в жовтні 2008 року було оголошено про введення в дію програми кредитної підтримки ринку зобов'язань, забезпечених не іпотечними активами (Term Asset-Backed Securities Loan Facilities, TALF). А також програми підтримки доларової ліквідності у співпраці з Європейським Центральним банком, Банком Англії, Банком Канади і Швейцарським національним банком і інших заходів Програми невідкладних заходів щодо стабілізації економіки (EESA 2008). З березня 2009 року ФРС починає активно викуповувати проблемні активи федеральних агентств і казначейські зобов'язання.

В результаті цих заходів валюта балансу ФРС збільшилася в 2,56 разів з 0,891 трлн. дол. США за станом на 10.09.08 р до 2,282 трлн. дол. станом на 27.10.10 р. [6]. Найбільше розширення балансу відбулося в вересні – жовтні 2008 року, коли ФРС почала активно «накачувати» фінансову систему через операції РЕПО, СВОПи, кредитні аукціони та ін. Слід додати, що політика прямого кредитного стимулювання є ефективною і в разі глибокої кризи банківської системи. Іншими словами Центральний банк в даному випадку здійснює пряме вливання фінансових ресурсів в приватний сектор.

Інший вид нетрадиційної політики можна було спостерігати в ЄС – це політика непрямого стимулювання – вливання фінансових ресурсів в банківську систему за допомогою зниження вимог до застави для отримання фінансування. При цьому підході Центральний банк купує активи і тримає їх до погашення або перепродажу. При непрямому стимулюванні розширення балансу Центрального банку здійснюється шляхом надання банкам фінансових ресурсів під заставу проблемних активів.

Банки відіграють домінуючу роль у фінансовій системі єврозони, тому особливо важливо підтримувати кредитування банків після бурхливих потрясінь, викликаних глобальною фінансовою кризою. Тому на

початку кризи ЄЦБ, подібно іншим центральним банкам, зосередив основні зусилля на задоволенні різко збільшеного попиту банків країн євросони на ліквідні кошти. З серпня 2007 року і до червня 2009 року р ЄЦБ неодноразово проводив спеціальні сесії з видачі банкам кредитів за угодами РЕПО на термін 3, 6 і 12 місяців. У липні 2008 року Європейський союз перебрав програму покупки облігацій з покриттям (covered bond purchase programme, CBPP), що випускаються європейськими банками під забезпечення різними видами активів. Реалізація цих паперів на ринку була ускладнена через втрату довіри інвесторів до якості забезпечення [7].

В кінці 2011 р. ЄЦБ приступив до активного застосування «нестандартних» методів регулювання. Були прийняті і реалізовані наступні програми:

1) Надання банкам країн євросони в рамках операцій рефінансування трирічних кредитів LTRO (longer-term refinancing operations), з можливістю дострокового погашення через один рік;

2) Розширення початих ще в 2010 р операцій з купівлі ЄЦБ і іншими банками Євросистеми для власного портфеля державних облігацій і цінних паперів підприємств приватного сектора (SMP, securities market programme) і облігацій комерційних банків (CBPP, covered bonds purchase programme).

3) ЄЦБ оголосив про намір приступити до покупки суверенних облігацій країн євросони на вторинному ринку.

У 2014 р. була прийнята програма надання банкам євросони «цільових» (targeted) чотирирічних кредитів (TLTRO), які повинні були замінити трирічні LTRO. «Цільовими» вони були названі тому, що умови їх видачі були прямо орієнтовані на подальше стимулювання банківського кредитування нефінансових підприємств і населення. Зокрема, сума доступного кредиту за цією програмою залежала від розмірів кредитного портфеля конкретного банку за певними видами позик [8].

Всі програми проводяться в США і ЄЦБ є прикладами нетрадиційної монетарної політики.

При цьому знакова подія у діяльності регуляторів США та ЄС відбулась 14 червня 2014 року, коли ЄЦБ у перші в історії запровадив від'ємну відсоткову ставку за депозитними операціями – -0,1 %. А з 16 березня 2016 року по теперішній час в Євросоні діють наступні базові відсоткові ставки – ставка за депозитними операціями – -0,4 %, ставка рефінансування – 0 % [9].

Застосування нетрадиційних методів монетарної політики з боку Європейського центрального банку, зокрема від'ємної відсоткової ставки за депозитними операціями призвело до суттєвого зниження доходності державних облігацій країн зони євро, яка для більшості з них стала теж від'ємною, що дозволяє державам рефінансування державний борг без збільшення його номінального значення.

**Висновки та пропозиції.** Економічна криза змусила Центральні банки значно розширити інструментарій грошово-кредитної політики за рахунок сигнальних методів і використання балансу Центральних банків.

Застосування нестандартних методів грошово-кредитної політики дозволило країнам з ринковою економікою підняти рівень ліквідності ключових сегментів фінансового ринку, знизити вартість довгострокових фінансових ресурсів для економіки, забезпечити їх вливання безпосередньо в сектор реальної економіки і в цілому знизити ризики фінансових ринків шляхом їх перенесення на баланс центральних банків.

Саме зростання ризиків фінансових ринків, а також посилення ролі Центральних банків в кредитуванні реального сектора економіки є основними небезпеками в майбутньому, оскільки механізм згорання програм вливань фінансових ресурсів не є відпрацьованим. Надмірна стерилізація грошової маси може призвести до зниження темпів економічного зростання, розгортання інфляційних процесів, зниження ефективності використання традиційних методів грошово-кредитної політики і т.д.

Вищезазначені методи в тому чи іншому вигляді активно використовуються багатьма країнами світу, що гарантує їм своє місце в системі державного регулювання при нормалізації функціонування світової фінансової системи.

При цьому порівняльний аналіз використання нетрадиційних методів монетарної політики в США та країнах ЄС свідчить про більш позитивні наслідки від їхнього застосування саме у США, де триває довгострокове економічне зростання і де доходність державних облігацій є додатною, а для втримання спекулятивних тенденцій на національному фондовому ринку Федеральна резервна система США вже почала політику повільного підйому відсоткових ставок.

З іншого боку, ситуація в країнах зони євро є більш складною та загрозливою, бо в регіоні є країни, у першу чергу Італія, яким вдається стримати суттєве зростання державного боргу лише завдяки політики від'ємних відсоткових ставок з боку Європейського центрального банку. Тому у випадку переходу ЄЦБ до традиційної монетарної політики

з позитивними базовими відсотковими ставками цим країнам може загрожувати частковий чи повний дефолт.

### Список використаної літератури

1. Bernanke B. S. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound : An Empirical Assessment / B. S. Bernanke, V. R. Reinhart, B. P. Sack // Brookings Papers on Economic Activity. – 2004. – pp. 1-78.
2. Bernanke B. S. The Crisis and the Policy Response / B. S. Bernanke // The Stamp Lecture, London School of Economics. London, January. – 2009.
3. Stone M. Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? / M. Stone, K. Fujita, K. Ishi // IMF Working Paper, Wash. – 2011.
4. Borio C. Unconventional Monetary Policies : An Appraisal / C. Borio, P. Disyatat // BIS Working Paper, Basel. – 2009. – № 292.
5. Janet L. Yellen Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications. – [Електронний ресурс]. Режим доступу : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20110225a.htm> (дата 11.10.2017). – Назва з екрану.
6. FRS Statistics. – [Електронний ресурс]. Режим доступу : <https://www.federalreserve.gov/releases/h8/>(дата 11.10.2017). – Назва з екрану.
7. Усоскин В. М. Антикризисная политика центральных банков в 2007-2014 годах : цели, особенности, результаты / В. М. Усоскин // Деньги и кредит. – 2015.– № 6. – С. 20-27.
8. Усоскин В. М. Нестандартная монетарная политика : методы и результаты / В. М. Усоскин // Деньги и кредит. – 2016. – № 11.– С. 12-18.
9. Key ECB interest rates. – [Електронний ресурс]. Режим доступу : [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/inde.en.htm](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/inde.en.htm) (дата 11.10.2017). – Назва з екрану.

Стаття надійшла 22.10.2017 р.

#### **С. А. Якубовский,**

доктор экономических наук, профессор,  
заведующий кафедрой мирового хозяйства  
и международных экономических отношений  
Одесского национального университета имени И. И. Мечникова,  
Французский бульвар 24/26, г. Одесса, 65044, Украина,  
e-mail: sergey\_yakubovskiy@yahoo.com

#### **Г. С. Алексеевская,**

аспирантка кафедры мирового хозяйства  
и международных экономических отношений  
Одесского национального университета имени И. И. Мечникова,  
Французский бульвар 24/26, м. Одесса, 65044, Украина,  
e-mail: galina.alekseevskaya23@gmail.com

## **НЕТРАДИЦИОННЫЕ МЕТОДЫ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ И ПРАКТИКА ПРИМЕНЕНИЯ В ЕС И США**

### **Summary**

В статье рассматриваются теоретические аспекты применения нетрадиционных методов монетарной политики. Проводится анализ практического применения данных методов Федеральной резервной системой США и Европейским центральным банком ЕС. Также дается оценка эффективности и последствий применения нетрадиционной монетарной политики для национальных экономик.

**Ключевые слова:** нетрадиционная монетарная политика, сигнальные методы, кредитное стимулирование, негативные процентные ставки.

### **S. A. Yakubovsky,**

Doctor of Economics, Professor,  
Head of the Department of World Economy  
and International Economic Relations  
of Odessa I. I. Mechnikov National University,  
24/26, Frantsuzkiy av., Odessa, 65044, Ukraine,  
e-mail: sergey\_yakubovskiy@yahoo.com

### **H. S. Alekseevskaya,**

post-graduate student  
of the Department of World Economy  
and International Economic Relations  
of Odessa I. I. Mechnikov National University,  
24/26, Frantsuzkiy av., Odessa, 65044, Ukraine  
e-mail: galina.alekseevskaya23@gmail.com

## **NON-TRADITIONAL METHODS OF MONETARY POLICY: THEORETICAL ASPECTS AND PRACTICE OF APPLICATION IN EU AND THE USA**

The purpose of the article is to analyze the peculiarities of the use of non-traditional monetary policy methods in the USA and the EU and determine their implications for national economies.

The latest global financial crisis have had a significant impact on the ability of central banks to regulate the volume of liquidity of the interbank market, and when the banks of the leading countries of the world, using their traditional methods, have appeared in the «trap of liquidity», the need for the application of new methods has become necessary.

That is why the US Federal Reserve, then the European Central Bank of the European Union, began to apply completely different regulatory methods, which later became known as “non-traditional monetary policy” in the economic literature.



An example of using non-traditional methods is the Federal Reserve's policy. One of the methods that have been used is signaling methods, in particular Forward Guidance, which consists of the promises of the central bank for its future actions. This method is necessary because the public should trust management structures. The Federal Reserve also applied such a method as credit incentives. Under this method, it is understood that the Fed is directly stimulating the problem segments of the financial market through the purchase of debt securities of corporations in the United States. At that, many programs were conducted.

Unlike the Fed, the European Central Bank has used the indirect stimulus of the banking system. Different programs have also been used to inflate financial resources into the banking system by reducing the security requirements for obtaining financing. Another feature of the ECB is negative interest rates.

Today, these methods are actively used by many countries of the world.

**Key words:** non-traditional monetary policy, signal method, credit stimulation, negative interest rates.

### References

1. Bernanke, B. S., Reinhart, V. R. & Sack, B. P. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound : An Empirical Assessment. *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1-78.
2. Bernanke, B. S. (2009). The Crisis and the Policy Response. *The Stamp Lecture*, London School of Economics. London, January.
3. Stone, M., Fujita, K. & Ishi, K. (2011). Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? *IMF Working Paper*, Wash.
4. Borio, C. & Disyatat, P. (2009). Unconventional Monetary Policies : An Appraisal / C. Borio, // *BIS Working Paper*, Basel, № 292.
5. Yellen, Janet L. Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications. Retrieved from : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20110225a.htm>
6. FRS Statistics. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/releases/h8/>
7. Usoskin, V. M. (2015). Antikrizisnaia politika tsentralnykh bankov v 2007-2014 godakh : tseli, osobennosti, rezultaty [Anti-crisis politics of the central banks 2007-2014 : goals, features, results]. *Dengi i kredit. – Money and credit*, № 6, pp. 20-27.
8. Usoskin, V. M. (2016). Nestandardnaia monetarnaia politika : metody i rezultaty [Non-traditional monetary policy : methods and results]. *Dengi i kredit. – Money and credit*, № 11, pp. 12-18.
9. Key ECB interest rates. Retrieved from [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/inde.en.htm](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/inde.en.htm)