

УДК 336.7:330.131.7

М. І. Макаренко, д-р екон. наук, проф.,
ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”[©]

РИЗИКИ ПОСТКРИЗОВОЇ НОРМАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

Стаття розкриває об’єктивні передумови переходу центральних банків розвинених країн від адаптивної грошово-кредитної політики до політики нормалізації. Розглянуто систему ризиків для глобального фінансового ринку та національних банківських систем, що можуть виникнути в процесі підвищення базових процентних ставок і стерилізації ринку боргових інструментів центральних банків.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, політика нормалізації, адаптивна грошово-кредитна політика, кількісне пом’якшення.

Постановка проблеми. Економічне відновлення після глибокої затяжної кризи здебільшого має тривалий характер, коли періоди впевненого піднесення змінюються повільною динамікою зростання економіки. За таких умов перед провідниками економічної політики з невідворотністю постає проблема зміни вектора грошово-кредитного регулювання, переорієнтації його з посилено стимулювального варіанта до помірно стимулювального, якраз характерного для фази економічного пожвавлення з можливими рецидивами підвищеної інфляції та відкатами в динаміці реального сектору. Разом з перебудовою ринкових механізмів відповідно до фази ділового циклу об’єктивно відбувається адаптація грошово-кредитного регулювання ринкових процесів, пристосування банківської системи до реалій підвищених базових ставок і скорочення ліквідності. При цьому виникають специфічні ризики, пов’язані з ускладненням умов кредитування, дестимулювання реальних інвестицій і функціонування господарської системи в умовах наростання дефіциту вільних коштів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика скасування надзвичайних заходів антикризового монетарного регулювання економіки обговорюється в експертних колах, а також фігурує в прес-релізах центральних банків розвинених країн. Особливо гостро це питання постало у США після оприлюднення макроекономічних показників розвитку країни у 2013 р., а згодом у другому кварталі 2014 р., де позитивні результати відновлювального зростання актуалізували необхідність нормалізації грошово-кредитної політики. Проте погіршення умов розвитку глобальної економіки у третьому кварталі 2014 р., викликані військовим конфліктом на сході України, накладеними на Росію санкціями і, як наслідок, уповільненням посткризових відновлювальних

процесів на теренах усієї Європи, дещо відтермінувало питання прискореної нормалізації грошово-кредитної політики. У результаті дискусії щодо переходу від Адаптивного Варіанта до Політики Нормалізації набули латентної форми і перемістились у вузько фахове середовище.

Обережність монетарної влади щодо зміни вектора грошово-кредитної політики цілком зрозуміла і продиктована непередбачуваністю наслідків, якими може завершитися недостатньо зважена нормалізація грошово-кредитного регулювання. Відтак системного підходу потребує всебічний аналіз сукупності ризиків висхідній макроекономічній динаміці з причини можливого посилення грошово-кредитних рестрикцій і поширення їх обмежувальної дії через механізм монетарної трансмісії на реальний сектор.

Метою статті є ідентифікація ризиків, пов'язаних з посиленням рестрикційного характеру грошово-кредитної політики центральних банків провідних країн для розвитку глобального фінансового ринку та національних банківських систем.

Виклад основного матеріалу. Грошово-кредитна політика періоду останньої кризи та перших посткризових років характеризувалася безпрецедентними заходами монетарної підтримки фінансового сектору та реальної економіки шляхом надання центральними банками значних обсягів ліквідності з метою пом'якшення ланцюгового ефекту наростання комерційних боргів і відповідної низки банкрутств підприємств і банків через притаманну фазі спаду гостру дефіцитність вільних коштів та повальну неплатоспроможність суб'єктів господарювання. Через це яскраво виражена експансійна грошово-кредитна політика, спрямована на пристосування ринків до кризових умов функціонування, отримала назву адаптивної.

Великі обсяги емітованої ліквідності та спрямована на здешевлення кредитів дисконтна політика центральних банків спричинили неухильне зниження ринкових процентних ставок на національних і міжнародних грошових ринках до рівнів, близьких до нуля. Причому реальні процентні ставки, обчислені з урахуванням фактичної чи очікуваної інфляції, виявилися взагалі від'ємними, що є досить унікальним явищем у практиці антикризового монетарного регулювання. Проте, як показує досвід, значну позитивну роль у подоланні кризи зазначені заходи все ж таки відіграли, і після кількох хвиль реставрації турбулентних процесів глобальна економіка стала на шлях відновлення економічного зростання.

Програми кількісного пом'якшення під час гострої фази кризи ліквідності були запроваджені центральними банками основних розвинутих країн світу.

У США проводилася так звана адаптивна грошово-кредитна політика, яка супроводжувалася неухильним зниженням ставки федеральних фондів майже до нуля та наданням Федеральною резервною системою додаткових коштів на рекапіталізацію фінансово-кредитних установ шляхом реалізації програми широкомасштабного викупу активів.

У зоні євро діяла система надзвичайної підтримки ліквідності (emergency liquidity assistance – ELA), за якою надавалося рефінансування проблемним установам з метою уникнути резонансних банкрутств системоутворюючих фінансово-кредитних інституцій, що могло підірвати стабільність розвитку національних і європейської економіки.

Банк Англії спеціально запровадив програму кількісного пом'якшення, спрямовану на вирішення проблеми насичення банківської системи та економіки в цілому ліквідними коштами. Упродовж березня 2009 – січня 2010 р. Банком Англії проводилися найактивніші операції з купівлі активів у формі державних цінних паперів, яких було придбано в цей час на суму 200 млрд фунтів стерлінгів [3].

Довгий час борючись із проблемою дефляції, у квітні 2013 р. Банк Японії ухвалив дворічну програму кількісного пом'якшення, спрямовану на “розігрівання” інфляційних очікувань шляхом подвоєння монетарної бази до 270 трлн єн, що на 50 % більше номінального ВВП країни [4].

У результаті запроваджених заходів антикризового ліквідного насичення грошовий ринок виявився значно переповненим надлишковою ліквідністю та адаптованим до низьких процентних ставок. Однак стабілізаційні процеси в реальному секторі потребують переходу до стану, характерного фази пожвавлення економіки з помірними процентними ставками і зростаючим кредитним портфелем банків. Адже, якщо трапиться невдовзі нова хвиля кризового спаду, у регуляторів грошового ринку виявиться вичерпаним процентний важіль заохочення банківського кредитування – знижені процентні ставки. Відтак банківські системи розвинених країн, що широко використовували у практиці антикризового регулювання монетарне кількісне пом'якшення, постали перед кількома непростими проблемами періоду посткризового ренесансу. По-перше, скільки часу безболісно для економіки можна залишати на низькому рівні ринкові процентні ставки без ризику остаточно потрапити в “пастку ліквідності”? По-друге, якщо все-таки незабаром доведеться підвищувати ставки, то якими методами це краще зробити – поступово абсорбувати ліквідність на міжбанківському ринку чи задіяти дисконтну політику центрального банку? По-третє, якими виявляться короткострокові та довгострокові наслідки переходу до природної середньострокової грошово-кредитної політики?

Комплекс заходів центральних банків на подолання кризового синдрому, вихід довгострокових процентних ставок на помірний рівень і досягнення природного стану іншими макроекономічними показниками отримав у фаховому середовищі назву “політики нормалізації” [2].

Стосовно першої проблеми слід зауважити, що, очевидно, часовою точкою спонукання монетарної влади до згортання засобів кількісного пом'якшення періоду кризи слугуватимуть сигнали про підвищення темпів зростання реального ВВП, скорочення безробіття та зростання інфляційних очікувань господарських суб'єктів. Зокрема економіка США впритул наблизилася до природного рівня безробіття (6 %) та цільового показника інфляції (2 %), що невдовзі змусить ФРС підвищувати ставку федеральних фондів. В аналогічній ситуації перебуває і британська економіка. У Японії програма кількісного та якісного монетарного пом'якшення діятиме до 2015 року [4]. Внаслідок значної фрагментованості фінансового ринку, глибоких боргових проблем Європейська система центральних банків змушена продовжити період адаптивної грошово-кредитної політики до 2018 року [1]. Проте найближчими роками інфляції попиту не очікується, тобто достатніх підстав для антиінфляційної стримувальної політики поки що немає. Підвищені процентні ставки внутрішнього ринку можуть також знадобитися для зміцнення курсу національної валюти. Однак для долара США таке завдання останнім часом неактуальне, оскільки основний конкурент – євро – і так девальвує під негативним впливом військово-політичної нестабільності на сході України та запроваджених санкцій проти Росії.

У контексті нормалізації ліквідності слід зазначити, що найкращим виходом було б поступове зв'язування тих обсягів ліквідних коштів, які з надлишком утримуються в банківських системах. Поліпшення умов кредитування, поява нових банківських продуктів з привабливими умовами для клієнтів, пожвавлення попиту з боку населення та бізнесу на кредитні ресурси – усе це здатне без втручання центрального банку перевести вільну ліквідність у прибутковий актив банківських установ.

Аналізуючи третю з виділених проблем, треба підкреслити, що серед ризиків, породжених подорожчанням грошових ресурсів, різко негативний вплив на стабілізацію економіки матимуть такі.

По-перше, за час активної фіскальної та монетарної підтримки державою реального і фінансового секторів надзвичайно зріс державний борг (табл. 1).

Таблиця 1 – Динаміка боргу центрального уряду розвинених країн (% до ВВП)

Країна	2008	2009	2010	2011	2012
Єврозона	55,7	69,3	74,5	75,4	81,1
Японія	153,1	166,8	174,8	189,5	196,5
Великобританія	56,5	71,7	85,2	99,6	103,2
США	64,0	76,3	85,6	90,1	93,8

Джерело: [5].

Підвищення процентних ставок робить обслуговування боргів важким тягарем для державного бюджету. При цьому цілком можливе зниження кредитних рейтингів за суверенними боргами багатьох країн, оскільки заходи фіскальної консолідації, спрямовані на зниження державної заборгованості, ще не скоро дадуть відчутні результати.

По-друге, зростання короткострокових, а згодом і довгострокових процентних ставок у споживчому секторі загрожує перетворитися на збільшення частки проблемних кредитів у портфелях банків (табл. 2), оскільки чимало споживчих та іпотечних кредитів укладено з плаваючою ставкою, залежною від загальних макроекономічних і монетарних умов.

Таблиця 2 – Частка проблемних кредитів у кредитному портфелі банків, %

Країна	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Єврозона	2,7	4,7	5,3	5,8	6,45	7,3
Японія	1,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3
Великобританія	1,6	3,5	4,0	4,0	3,7	–
США	3,0	5,0	4,4	3,8	3,3	3,2

Джерело: [5].

По-третє, підвищені процентні ставки в поєднанні з “фіскальним голодом” здатні загальмувати тільки-но проявлену схильність до подолання кризи та відновлення позитивної макроекономічної динаміки в реальному секторі. Як відомо, підвищені ставки у банківському секторі стримують інвестиційну активність бізнесу, оскільки частина інвестиційних проектів при цьому втрачає прибутковість. За умов невисокої динаміки інвестицій в основний капітал (табл. 3) їх темпи можуть ще скоротитися.

Таблиця 3 – Темпи приросту валового нагромадження основного капіталу, %

Країна	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Єврозона	-1,4	-12,9	-0,4	1,5	-3,9	-3,0
Японія	-4,1	-10,6	-0,2	1,4	3,4	–
Великобританія	-6,9	-16,7	2,8	-2,4	0,8	-0,8
США	-4,8	-13,1	1,1	3,4	5,5	–

Джерело: [5].

По-четверте, у деяких країнах економічне пожвавлення не привело до однозначного поліпшення цінової ситуації з чітко окресленим відходом від дефляційних процесів. Особливо згадана проблема була характерною для останніх півтора десятиліть розвитку японської економіки (табл. 4). Підвищення процентних ставок за таких умов може розвернути вектор цінової динаміки в бік дефляції.

Таблиця 4 – Зміна індексу споживчих цін, %

Країна	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Єврозона	4,1	0,4	1,5	3,3	2,5	1,4
Японія	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,4
Великобританія	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6
США	3,8	-0,4	1,6	3,2	2,1	1,5

Джерело: [5].

Зазначена система ризиків при нормалізації грошово-кредитної політики ставить завдання перед центральними банками розвинених країн поетапного та всебічно зваженого згортання програм кількісного пом'якшення часів гострої фази кризи та переходу монетарної політики в режим помірного середньострокового регулювання грошово-кредитного ринку.

Висновки. Для України, як і низки інших країн з ринками, що формуються, поряд з іншими викликами основним стає ризик подорожчання позикових коштів на міжнародних фінансових ринках. Нинішня гостра нестача валютних ресурсів через непокриту дефіцитність платіжного балансу рано чи пізно змусить суб'єктів банківського та реального секторів, а також уряд робити позики, насамперед, на європейському фінансовому ринку. Звичайно, ключову роль у визначенні ціни позикових коштів відіграватиме рейтинг компаній і суверенний

рейтинг країни, що визначається незалежними рейтинговими агенціями. Проте підвищення ставки LIBOR, яка тривалий час перебувала на рівні, нижчому за 1 %, стане невідворотним чинником збільшення вартості позикових коштів міжнародного фінансового ринку. У результаті це ускладнить рефінансування зовнішнього комерційного та державного боргу і стримуватиме розширення зовнішнього кредитування національних суб'єктів господарювання.

Список літератури

1. Annual Report, 2013 [Electronic recourse] / European Central Bank, Eurosystem : ECB. – 2014. – Access mode : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013en.pdf>.
2. Monetary Policy Report, July 15, 2014 [Electronic recourse] / Board of Governors of the Federal Reserve System : FRB. – 2014. – Access mode : http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/.../20140715_mprfullreport.pdf.
3. Quantitative Easing – injecting money into the economy [Electronic recourse] / Bank of England, Monetary Policy Committee : BOE. – 2009. – Access mode : <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/resources/.../qe2.pdf>.
4. Statement on Monetary Policy, September 4, 2014 [Electronic recourse] / Bank of Japan : BOJ. – 2014. – Access mode : https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/...2014/g140904.pdf.
5. World Development Indicators, 8 October, 2014 [Electronic recourse] / World Bank : WB. – 2014. – Access mode : <http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=World-Development-Indicators>.

Отримано 19.12.2014

Summary

The paper reveals the objective conditions of transition of central banks developed countries from adaptive monetary policy to policy normalization. Considered the systemic risks to global financial markets and national banking systems, that may arise as the increase in basic interest rates and sterilization of debt instruments central banks market.

Keywords: monetary policy, the policy normalization, adaptive monetary policy, quantitative easing.