

2. Горювий Д.А. Використання векторної оптимізації в управлінні рухом оборотного капіталу // Вісн. Нац. техн. ун-ту "Харківський політехнічний інститут". Зб. наук. праць. Тематичний випуск: Технічний прогрес і ефективність виробництва. – 2004. – №8. – С. 91-99.
3. Золотарьов А. Рациональне використання оборотних засобів у промисловості// Економіка України. - 2007. - № 7.- с. 29.
4. Хелферт Э. Техника финансового анализа: Пер. с англ. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1998. – 663 с.
5. Шило А.П. Управління оборотним капіталом підприємства // Фінанси України. – 2009.– №11.– С. 152-155.
6. Шеремет А. Д., Саймулин Р. С. Финансы предприятий. – М., ИНФРА – МД, 1997. – 343 с.

УДК 336.2

**Процько О.В., аспірант,
ДУ „Інститут економіки
та прогнозування НАН України”,
м.Київ**

НЕТРАДИЦІЙНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ: ОСОБЛИВОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ.

У статті розглянуті основні нетрадиційні інструменти грошово-кредитної політики, що використовуються центральними банками розвинутих країн світу в системі антикризових заходів 2007-2010рр. Особливу увагу приділено визначенню цілям та ризикам від їх застосування в залежності від побудови фінансової системи держави.

В статье рассмотрены основные нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики, которые используются банками развитых стран мира в системе антикризисных мер 2007-2010гг. Особенное внимание уделено определению целей и рисков от их использования в зависимости от построения финансовой системы государства.

The article deals with the key unconventional monetary policy tools which used by the central banks of developed countries in the anti-crisis policy in 2007-2010. Special attention is paid to the determination of their purposes and risks for different financial systems.

Постановка проблеми. Одним з основних елементів державного регулювання економіки є грошово-кредитна політика. Через сферу грошового обігу і кредиту держава здійснює значний вплив на економічне зростання, темпи інфляції, валютний курс, рівень безробіття, платіжний баланс, тощо. Саме через те, що основною метою монетарної політики є забезпечення макроекономічної стабільності, регулятори у всіх країнах світу надзвичайно консервативно підходять до її формування, використовуючи відлагоджені стандартні схеми впливу на попит та пропозицію грошей в національній економіці, такі як зміна облікової

ставки, норм обов'язкових резервів, операції на відкритому ринку. В свою чергу на початку ХХІст. спершу Японія, а в наслідок світової економічної кризи 2007-2010рр., і решта розвинутих країн, зіткнулися з нечутливістю фінансових систем до традиційних заходів грошово-кредитної політики (ГКП).

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням грошово-кредитного регулювання економіки через всеохоплюючий характер її впливу присвячено велику кількість досліджень, серед яких варто виділити праці українських вчених Б. Адамика, А. Гальчинського, О. Дзюблюка, І. Дорошенка, І. Крючкова, І. Лютого, О. Перепьолкіної, А. Чухно та ін.

Основну увагу в вищезгаданих дослідженнях приділялась саме використанню стандартних методів грошово-кредитної політики. Втім, зниження рівнів облікових ставок (основного інструменту ГКП) до рівня наближеного до 0% спричинило застосування низки відносно нових інструментів грошово-кредитної політики, що дістали назву нестандартних методів ГКП (Unconventional monetary policy)[4].

Метою дослідження є вивчення причин, особливостей та наслідків використання нетрадиційних методів ГКП в системі державного регулювання економіки.

Виклад основного матеріалу. Як вже було зазначено, достатньо довгий час центральним банкам при здійсненні грошово-кредитної політики вдавалося використовувати здебільшого традиційні інструменти ГКП. Дані методи є надійним способом забезпечити належний грошово-кредитний стимул для економіки під час уповільнення її зростання, цільовий рівень інфляції, ефективність функціонування грошових ринків. Крім того, вони дозволяли центральним банкам уникнути ризиків, пов'язаних із прямим наданням фінансових ресурсів приватному сектору економіки, а також уряду (в тому числі і через купівлю корпоративних та урядових боргових цінних паперів). Однак дані інструменти мають і певні недоліки. Перш за все – це необхідність наявності ефективного фінансового ринку, коли його учасники раціонально реагують на зміни його кон'юнктури. Наприклад, отримуючи доступ до дешевших фінансових ресурсів банківські установи збільшують обсяги вливань у реальний сектор економіки. В ситуації шокового стану ринку ефективність впливу таких заходів на ділову активність значно знижується. Учасники ринку утримуються від прийняття додаткових ризиків, пов'язаних з кредитуванням реального сектору економіки, а приріст ліквідності спрямовується або на збільшення резервів або на придбання безризикових державних цінних паперів (непряма монетизація). Іншим недоліком є неможливість використання даних методів у випадку зниження облікової ставки до значень близьких до 0% («пастка ліквідності»).

Перша країна, що зіткнулася з даною проблемою була Японія. Після сповільнення економічного зростання урядом були запуснені численні програми по модернізації економіки та розбудові інфраструктури для

відновлення економічного зростання. В їх складі була використана політика «дешевих грошей». Від початку 90х років минулого століття облікова ставка почала стрімко знижуватися, і у 1995 досягла рівня меншого за 1%, що, тим не менш, це не допомогло відновленню зростання економіки.

В серпні 2007 року основні економіки світу показали відчутне зниження ділової активності. Центральні банки розвинутих країн світу зіткнулися із новими викликами. Після краху «доткомів» у 2000 році, зниження облікових ставок у 2001-2003рр. достатньо швидко дозволило відновити економічне зростання. У 2007 економічний шок був настільки сильним, що основний інструмент грошово-кредитної політики облікова ставка вже була знижена до значень наближених до 0% (рис. 1).

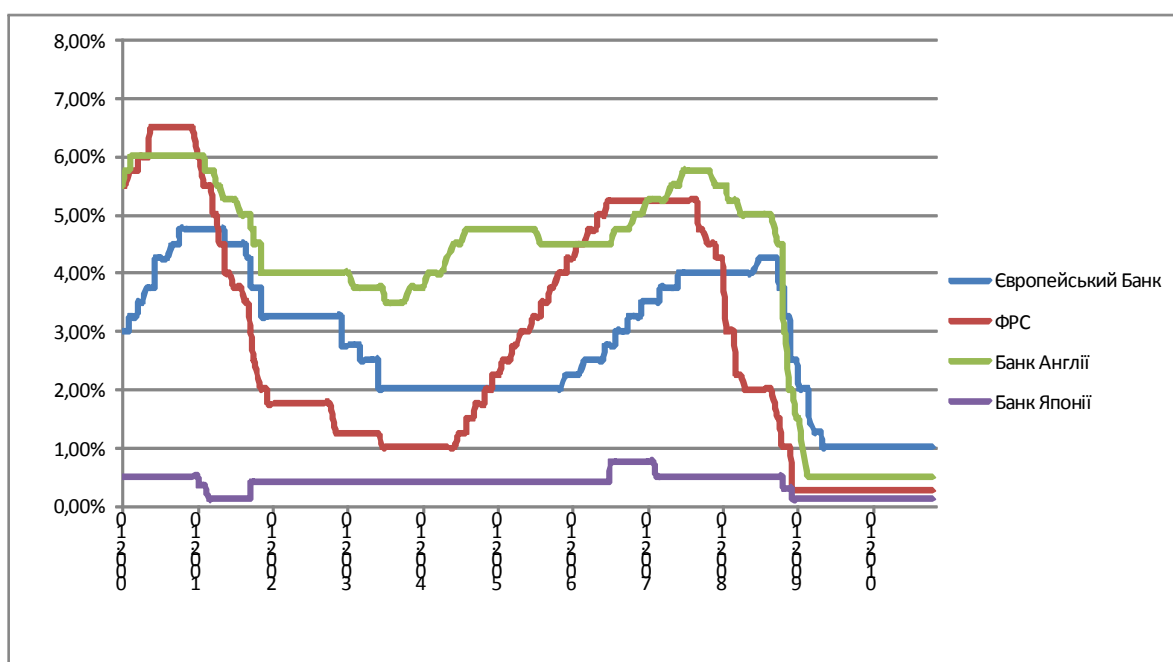


Рис1. Динаміка облікових ставок центральних банків у період з 01.01.2000 по 01.12.2010 рр. [5], [6], [7], [9]

В той же час реальний сектор економіки все одно не отримувал необхідні йому фінансові ресурси як через послаблення дії кредитного мультиплікатора, так і через небажання кредиторів брати на себе додаткові ризики. Отже, подальше використання традиційних методів ГКП в нових економічних умовах для розвинутих країн було значно ускладнене. Тому для додаткового стимулювання економіки низкою країн було використано нетрадиційні інструменти грошово-кредитної політики. Основними з них є:

- вплив на довгострокові очікування учасників ринку (сигнальні методи);
- зміна структури та валюти балансу центрального банку.

Спільною рисою даних нетрадиційних інструментів ГКП є їх орієнтація на довгострокову відсоткову ставку. Вплив на очікування по довгостроковим ставкам використовується центральними банками у

випадку значного зростання реальних ставок на довгострокові фінансові ресурси. Здійснення зміни настроїв учасників ринку може бути здійснено за допомогою декількох способів. Наприклад, оголошення про зростання цільового рівня інфляції у майбутньому. При зростанні очікувань пришвидшення темпів інфляції та незмінній номінальній ставці, реальна відсоткова ставка знизиться.

Ще одним методом є використання зобов'язань по заморожуванню рівня облікової ставки на значний проміжок часу. Короткострокові відсоткові ставки так чи інакше здійснюють вплив на довгострокові. Втім, даний вплив не є прямим і визначається значною кількістю факторів, найголовнішим з їх є очікування. Якщо учасники фінансового ринку мають впевненість у стабільності короткострокових відсоткових ставок (на які значний вплив має облікова ставка), то починає використовуватися строковий арбітраж. Тобто є можливим надавати довгострокові позики, використовуючи для цього перманентні короткострокові запозичення за стабільно низькою короткостроковою ставкою. Результатом вдалої політики по управлінню очікуваннями учасників ринку є зниження реальної довгострокової ставки та відповідне зростання обсягів операцій у даному сегменті ринку.

Ще більш важливим інструментом ГКП став баланс центрального банку. В докризовий період баланс ЦБ був здебільшого побічним продуктом його діяльності, а прийняття додаткових ризиків для регуляторів (наприклад, внаслідок купівлі комерційних цінних паперів) було неприпустимим. При кризових явищах у фінансових системах призупинення темпів відновлення економіки є більш небезпечним ніж зростання рівня ризику балансу регулятора. За допомогою операцій з державними цінними паперами та балансу центральних банків здійснювалося вливання ліквідності у фінансову систему. Крім того, за їх допомогою здійснювалося і виведення «токсичних» активів з фінансового ринку. В результаті значно розширився розмір та змінилась структуру балансів ЦБ переважної більшості країн.

Використання даного інструменту в період кризи значно відрізняється у різних країнах. Причинами цього є побудова фінансової системи (наприклад, пріоритет фінансування економіки через банківську систему (ЄС) чи фондовий ринок (США)), законодавчих обмежень, тощо. Втім, можна виділити два типи політики по зміні величини та структури балансу ЦБ.

- **політика прямого стимулювання** - купівля фінансових активів центральним банком. Від операцій на відкритому ринку (ОВР) політика прямого стимулювання відрізняється наступним:

- ОВР проводяться регулярно, пряме стимулювання при послабленні дії традиційних інструментів ГКП;

- ОВР передбачає купівлю і продаж короткострокових державних цінних паперів, пряме стимулювання – купівлю довгострокових приватних і державних цінних паперів;
- головна мета ОВР вплив на ставку овернайт, прямого стимулювання – на всю криву дохідності, особливо її довгострокову частину;
- ОВР тимчасово впливає на баланс центрального банку, пряме стимулювання має довгостроковий вплив на баланс центрального банку.

Прикладом політики прямого стимулювання є кількісне стимулювання (quantitative easing) ЦБ Японії [2] у 2001-2006рр., основною метою якого було підвищення обсягів банківських резервів через викуп ДЦП у банків. З іншого боку, дохідність довгострокових державних цінних паперів є базовою для визначення дохідності приватних цінних паперів. При їх купівлі ЦБ дохідність знижується, що має знизити і відсоткові ставки на довгострокові процентні ставки на ринку. Це в свою чергу має стимулювати довгострокові інвестиції. Для проведення даної політики банківська система грає вирішальну роль. Банки, отримавши додаткову ліквідність, можуть її спрямувати або на кредитування реального сектору економіки, або залишити як резерви в ЦБ. Для протидії останньому, політика кількісного стимулювання повинна проводитися лише при значеннях облікової ставки наближеної до 0%, тобто коли банки не мають стимулу для нарощування своїх запасів.

Однак для Японії дана політика не принесла відчутних результатів. По-перше, нарощення грошової бази було компенсоване зниженням швидкості грошового обігу. По-друге, розширення балансу ЦБ Японії не було розцінене учасниками ринку як постійним та вагомим для зміни їх настроїв. По-третє, на практиці не вдалося зберегти значення номінальної ставки при підвищенні інфляційних очікувань на ринку. По-четверте, за тогочасних умов банківська система не здійснювала кредитування реального сектору за допомогою отриманої ліквідності.

Іншим прикладом є політика кредитного стимулювання (credit easing) [1] розпочата ФРС США у 2008 році. Як і політика ЦБ Японії вона передбачала розширення балансу ФРС. Однак зростання активу балансу відбувається не через купівлю ДЦП, а прямим стимулюванням проблемних сегментів фінансового ринку через купівлю боргових цінних паперів корпорацій (здебільшого іпотечні ЦП). Ефективність такої політики на пряму залежить від значимості фондового ринку в кредитуванні реального сектору економіки. В США основний обсяг кредитування на відміну від ЄС здійснюється саме через фондовий ринок, тому і основні зусилля були направлені на підвищення його ліквідності та нормалізацію рівня ризиків на ньому.

У кінця 2008 року, спад економіки США поглибився 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 в фінансову систему розпочалося у вересні 2008 року, перш за все, через програми підтримки ліквідності банківської системи (TSLF, TAF та ін), а також програми підтримки доларової ліквідності у співпраці з ЄЦБ, Банком Англії, Банком Канади і Швейцарським національним банком та інших заходів Програми Невідкладних Заходів по Стабілізації Економіки (EESA 2008). З березня 2009 року ФРС починає активно викуповувати проблемні активи федеральних агентств та казначейські зобов'язання.

Про спрямованість дій на зниження довгострокових ставок на ринку вказує і зміна структури казначейських ЦП в активах ФРС. Частка короткострокових bills знизилася з 30,7% у січні 2008р. до 2,2% у жовтні 2010р. (рис. 2.) .

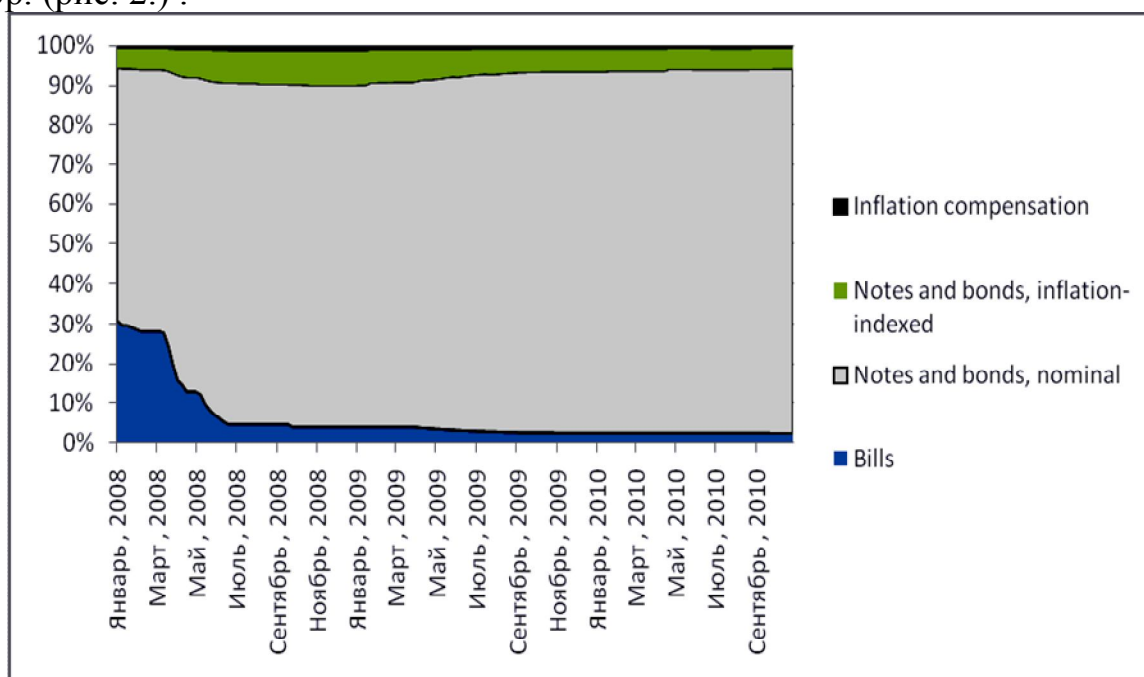


Рис.2 Структура ДЦП в активах ФРС [10]

В результаті цих заходів валюта балансу ФРС збільшилася у 2,56 разів з 0,891 трлн. дол. США станом на 10.09.08р. до \$ 2,282 трлн. станом на 27.10.10р. (рис.3). Найбільше розширення балансу відбулося у вересні – жовтні 2008 року, коли ФРС почало активно «накачувати» фінансову систему через угоди РЕПО, свопи, кредитні аукціони та ін. Значних змін зазнала і структура балансу ФРС. Перш за все це зменшення відносної величини державних цінних паперів у структурі балансу з 80%-84% на початку 2008 року до 33%-36% на кінець 2010р. Інша важлива тенденція - це заміщення інших активів (РЕПО, свопів, кредитів, тощо) цінними паперами федеральних агентств та іпотечними цінними паперами.

Слід додати, що політика прямого кредитного стимулювання є ефективною і у разі глибокої кризи банківської системи. Іншими словами ЦБ у даному випадку здійснює пряме вливання фінансових ресурсів у приватний сектор.

Серед негативних ефектів від здійснення таких операцій ЦБ, є:

- зростання рівня ризику балансу ЦБ;
- можливість галузевих деформацій економіки, зниження ефективності функціонування фінансового ринку. Учасники ринку можуть стати дуже залежними від операцій, що здійснює центральний банк в межах даної політики. Надмірно ліберальні умови такого фінансування роблять його надзвичайно привабливим для учасників ринку і витісняє інші джерела фінансування, знижуючи тим самим стимули для відновлення нормального функціонування ринкового механізму.

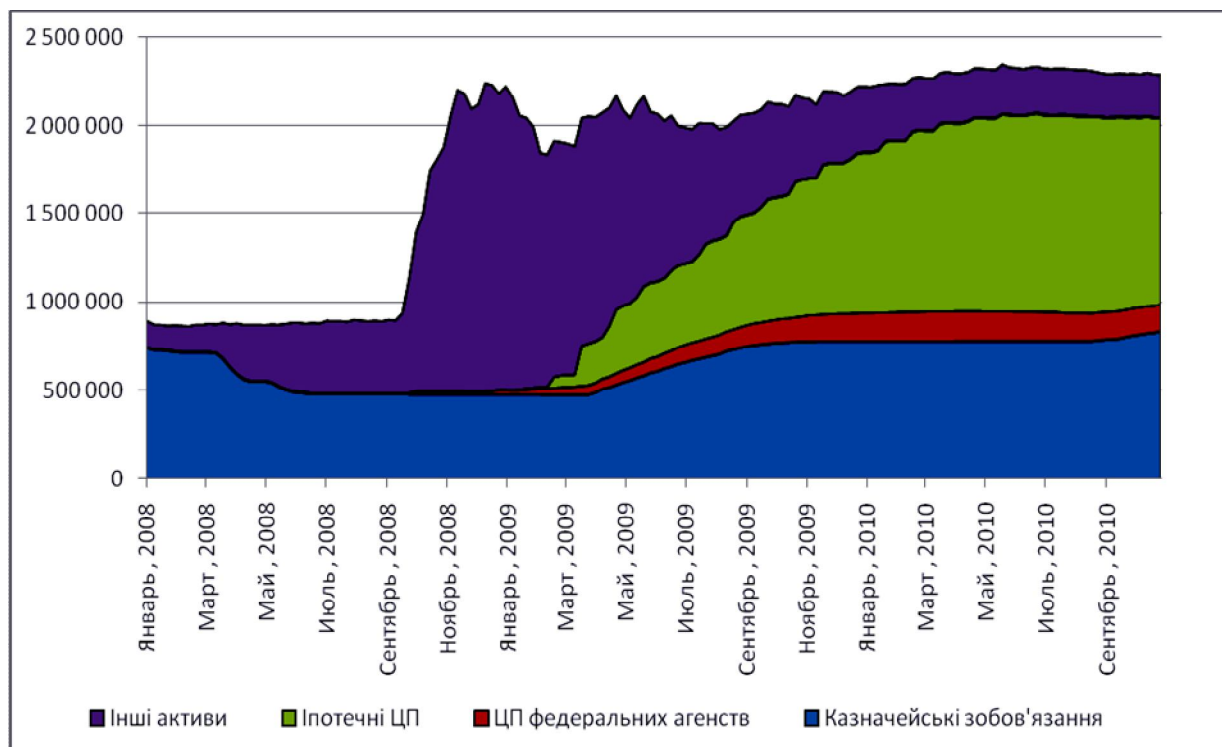


Рис. 3. Динаміка активів балансу ФРС (млн. дол. США) [10]

- надання фінансування переважно великим компаніям, оскільки механізм надання фінансування практично недоступний для малих та середніх компаній.

Ефективність даної політики до кінця не вивчена, оскільки, по-перше, структура і величина балансу ФРС стабілізувалася відносно недавно – у середині березня 2010, по-друге, з березня 2009 ФРС почала здійснювати і викуп ДЦП, тобто чистий ефект дії кредитного стимулювання вирахувати наразі майже неможливо.

- **політика непрямого стимулювання [3]** – вливання фінансових ресурсів в банківську систему через послаблення вимог до застави для отримання фінансування. Даний підхід є альтернативою до прямого фінансування, при якому ЦБ купує активи і тримає їх до погашення чи перепродажу. За непрямого стимулювання розширення балансу ЦБ здійснюється через надання банкам фінансових ресурсів під заставу проблемних активів. Так у ЄС після краху інвестиційного банку Lehman

Brothers у вересні 2008 року банки швидко втратили довіру до ЦП, які пов'язані із ринком нерухомості Сполучених Штатів. Після того, як ці банківські цінні папери втратили свою вартість, весь механізм роботи міжбанківської системи постраждав і зайшов у глухий кут, змушуючи Європейський Центральний Банк виступати у якості посередника.

Банки під заставу іпотечних ЦП могли отримати необхідний обсяг фінансування від ЄЦБ. Якщо порівняти динаміку та структуру балансу Євросистеми (рис.4) з балансом ФРС, то можна зробити наступні висновки. Перш за, все це більш поступове і виважене розширення балансу. За майже аналогічний період (вересень 2009 – вересень 2010) активи Євросистеми зросли лише у 1,408 рази з 2147,2 млрд. Євро до 3024,2 млрд. Євро. Це пов'язано з низкою обмежень монетарної політики ЄЦБ і меншими наслідками кризи для ЄС.

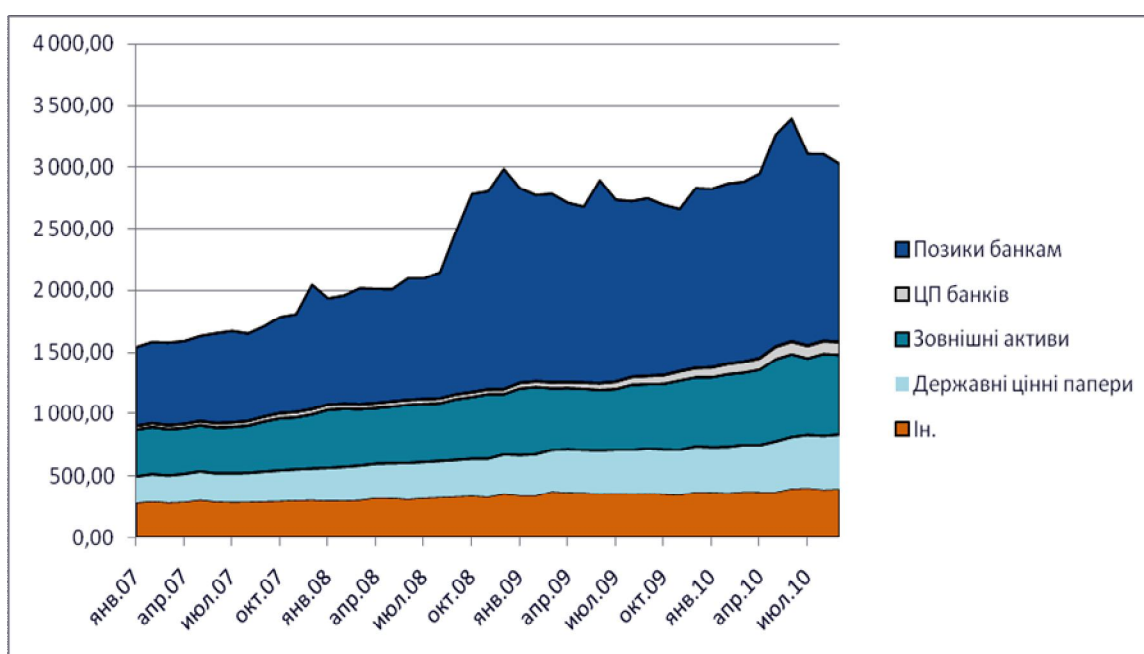


Рис. 4 Динаміка активів балансу Eurosystem (млрд. євро) [8].

По-друге, частка ДЦП в структурі активів Євросистеми залишалася достатньо стабільною у межах 10,7%-14,5%. Стабільна частка і приватних ЦП. Причиною цього є фінансування реального сектору економіки в ЄС здебільшого через банківську систему, а операції з ДЦП для ЄЦБ значно обмежені.

Отже, основним джерелом розширення балансу Євросистеми було кредитування банківських установ. З вересня 2008 до червня 2010 вони зросли з 730,9 млрд. Євро до 1802,4 млрд. Євро (у 2,47 рази). У відносних величинах – коливання складали від 42,8% до 59,7%.

Останнім питанням, яке ми коротко розглянемо, є стратегія відходу ЦБ від використання нетрадиційних методів ГКП. По мірі відновлення економіки перед ЦБ постане нове питання по зменшенню свого балансу і повернення до докризисових значень ризику. При відновленні дії кредитного мультиплікатора, надлишкова ліквідність може спричинити

прискорення інфляції. Використання ж лише традиційних заходів по стерилізації грошової маси без згортання програм по використанню нетрадиційних заходів ГКП буде ускладнене.

Частково сам механізм деяких заходів нетрадиційної політики передбачає автоматичне їх згортання при відновленні нормального функціонування фінансової системи. Однак, при використанні всього комплексу нетрадиційних заходів необхідним є розроблення послідовної політики виходу. Основним пріоритетом такої політики має стати уникнення «перегрівання» ринків збуту активів, коли надмірний продаж активів ЦБ призведе до різкого підвищення цін на фінансові ресурси. Важливим є і зниження обсягів кредитування реального сектору економіки.

Висновки. Економічна криза 2007-2010рр. змусила центральні банки значно розширити інструментарій грошово-кредитної політики за рахунок сигнальних методів та використання балансу центральних банків.

Застосування нестандартних методів ГКП дозволило країнам з ринковою економікою підняти рівень ліквідності ключових сегментів фінансового ринку, знизити вартість довгострокових фінансових ресурсів для економіки, забезпечити їх вливання безпосередньо у сектор реальної економіки та загалом знизити ризики фінансових ринків шляхом їх перенесення на баланс центральних банків.

Саме зростання ризиків останніх, а також посилення ролі центральних банків у кредитуванні реального сектору економіки є основними небезпеками в майбутньому, оскільки механізм згортання програм вливань фінансових ресурсів не є відпрацьованим. Надмірна стерилізація грошової маси знову призведе до зниження темпів економічного зростання, а зволікання з нею – до розгортання інфляційних процесів, зниження ефективності використання традиційних методів ГКП, тощо.

Вищезазначені методи в тому чи іншому вигляді активно використовуються великою кількістю країн світу, що гарантує їм своє місце в системі державного регулювання і при нормалізації функціонування світової фінансової системи. Однак повністю їх вплив на макроекономічні процеси наразі вивчити не можливо через фактори які ми вже зазначали. Тому подальшого дослідження вимагають наслідки використання даних інструментів ГКП, а саме наскільки ефект від їх застосування є співставним з отриманими ризиками.

Використані джерела інформації:

1. Ben S. Bernanke The Crisis and the Policy Response// Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England. - January 13, 2009 .- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
2. Eiji Maeda, Bunya Fujiwara, Aiko Mineshima, Ken Taniguchi Japan's Open Market Operations under the Quantitative Easing Policy// Bank of Japan Working Paper Series. No. 05-E-3.– 2005. – April.- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: (<http://www.boj.or.jp/en/type/ronbun/ron/wps/data/wp05e03.pdf>)

3. J. Trichet What can central banks do in a financial crisis?// Speech at Kellogg Distinguished Lecture Series, Evanston, Illinois. - 27 April 2010. -[Електронний ресурс]. – Режим доступу: (http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100427_3.en.html)
4. *Stephen G. Cecchetti* Monetary policy in a low inflation environment: thinking about unconventional monetary policy tools//Business Economics.- 2004 – January.- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: (http://findarticles.com/p/articles/mi_m1094/is_1_39/ai_113185245/)
5. за даними Банку Англії .- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: (<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions/decisions10.htm>)
6. за даними Банку Японії.- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: (http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj_stat/discount.htm)
7. за даними ЄЦБ .- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: (<http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>)
8. за даними ЄЦБ .- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: (<http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/bsheets/html/index.en.html>)
9. за даними ФРС.- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: (<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>)
10. за даними ФРС.- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: (<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/hist/>)

УДК 327

**Стецький В.О., викл.,
Академія муніципального управління,
м.Київ**

СТРУКТУРНІ ДЕТЕРМІНАНТИ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

Робота присвячена аналізу різних підходів до визначення фінансової стабільності, а також визначенню структурних детермінант з метою запобігання розвитку кризових явищ. Ключові слова: фінансова стабільність, фінансова нестабільність, фінансова криза.

Работа посвящена анализу различных подходов к определению финансовой стабильности, а также определению структурных детерминант с целью предотвращения развития кризисных явлений. Ключевые слова: финансовая стабильность, финансовая нестабильность, финансовый кризис.

Paper analyzes different approaches to determine the financial stability and to determine the structural determinants for the prevention of crisis. Keywords: financial stability, financial instability, financial crisis

Постановка проблеми. В останні роки, особливо в умовах світової фінансової кризи 2007-2008рр., питання фінансової стабільності є одним з пріоритетів у всьому світі. Добре розуміючи фінансові, економічні і соціальні втрати в умовах фінансової кризи, міжнародні фінансові організації, а також інституції окремих держав приділяють багато зусиль