



УДК 338.24

doi: 10.15421/15201733

## Дослідження механізмів антикризової політики федеральної резервної системи США та європейського центрального банку в період 2007-2009 років: практичні імплікації для сучасної України

С. О. Радчич

*Національна академія державного управління при Президентові України,  
Київ, Україна*

Розглянуто механізми регулювання банківських систем Європейського Союзу та Сполучених Штатів Америки в умовах фінансово-економічної кризи 2007 - 2009 рр. Проаналізовано принципи антикризової монетарної політики, що використовувалися Федеральною резервною системою США та Європейським центральним банком у період глобальної рецесії. Детально досліджено інструментарій політики «кредитного пом'якшення», застосований у США та ЄС. Наголошено на тому, що антикризова політика ЄЦБ та ФРС була якісно змінена із настанням другого етапу кризи, особливо щодо становлення низьких відсоткових ставок. Підкреслено особливості застосування механізмів операцій на відкритому ринку, дисконтного кредитування та зміни банківських резервів в аспекті стимулювання економіки під час кризових періодів. Зроблено акцент на причинах виникнення світової фінансово-економічної кризи та відповідними інструментами антикризового управління, застосованих у Сполучених Штатах Америки та Європейському Союзі. Досліджено перспективи застосування політики «кредитного пом'якшення» задля забезпечення стабілізації банківської системи сучасної України. Зроблено висновок щодо недоцільності застосування стратегії кількісного пом'якшення в умовах сучасної української фінансової системи.

**Ключові слова:** антикризове управління в банківській сфері; механізми антикризового управління в банківській сфері; відсоткова ставка; ліквідність; операції на відкритому ринку; дисконтне кредитування; кількісне пом'якшення

## Investigation of the mechanisms of the anti-crisis policy of the federal reserve system of the USA and the European central bank in the period 2007-2009: practical implications for modern Ukraine

S. O. Radchich

*National Academy for Public Administration under the President of Ukraine, Kyiv, Ukraine*

The article aims to explore the mechanisms of banking system's regulation implemented in the European Union and United States of America under the financial-economic crisis of 2007-2009. In particular, it explores the implementation of the quantitative easing and credit easing strategies that were launched by the central banks of developed countries. The main part of this article analyzes the principles of anti-crisis monetary policies which were used by the U.S. Federal Reserve System and European Central Bank during the period of global recession. It researches in detail the instruments of "credit easing" implemented in EU and USA as well as their applicability in solving various crisis-related problems. On the basis of the available evidence, the paper provides a distinction between the phenomena of quantitative easing and credit easing.

The article makes a specific emphasis on the features of providing short-term liquidity to banks and other financial institutions, specifics of providing liquidity to borrowers and investors on the key credit markets and expansion of the functional of open market operations. It describes the aims of credit easing, including an expansion of lending through the changes of central banks' balance sheets. A specific accent is made on

**Цитування даної статті:** Радчич С. О. Дослідження механізмів антикризової політики федеральної резервної системи США та європейського центрального банку в період 2007-2009 років: практичні імплікації для сучасної України / С. О. Радчич // Аспекти публічного управління. – 2017. – Т.5. – №10. – С. 39-50.

**Citation of this article:** Radchich, S.O. (2017). Doslidzhennia mekhanizmv antykrizovoi polityky federalnoi rezervnoi systemy SShA ta yevropeiskoho tsentralnoho banku v period 2007-2009 rokiv: praktychni implikatsii dlia suchasnoi Ukraini [Investigation of the mechanisms of the anti-crisis policy of the federal reserve system of the USA and the European central bank in the period 2007-2009: practical implications for modern Ukraine]. *Public administration aspects*, 5(10), 39-50.

**Received:** 29.09.2017

**Accepted:** 15.10.2017

the issue of supporting financial institutions. The article investigates how the European Central Bank acted as a lender of the last resort during the Great Recession via refinancing operations. It is pointed out that an effective combination of open market operations that entail purchasing long-term securities and discount lending that implies providing financial institutions with liquidity constitutes the basis of the unconventional monetary policy implemented by the Federal Reserve System and the European Central Bank in 2009-2010. It also highlights that EU and Fed's anti-crisis policies were radically changed after entering the second stage of the crisis, especially in the field of purchasing large amount of securities on the primary and secondary markets. The study reviews the main reasons behind the world's financial and economic crisis and analyzes the corresponding anti-crisis policies implemented in the United States of America and in the European Union.

The material researched in the article is used for analyzing the prospects of implementing the policies of credit easing and for ensuring the stabilization of the Ukrainian banking system. The paper argues that the strategy of credit easing is not applicable in modern Ukraine. A fragile financial system, significant corruption, insufficient incentives for investors, and unfavorable external environment are important factors that make it impossible for Ukraine to expand banks' lending through injecting liquidity in the economy and supporting vulnerable markets.

**Keywords:** anti-crisis management in the banking sector; mechanisms of anti-crisis management in the banking sector; interest rate; liquidity; open market operations; discount lending; quantitative easing

### **Исследование механизмов антикризисной политики федеральной резервной системы США и европейского центрального банка в период 2007-2009 годов: практические импликации для современной Украины**

С. О. Радчич

*Национальная Академия государственного управления при Президенте Украины*

Рассмотрено механизмы регулирования банковских систем Европейского Союза и Соединенных Штатов Америки в условиях финансово-экономического кризиса 2007 - 2009 гг. Проанализировано принципы антикризисной монетарной политики, который использовались Федеральной резервной системой США и Европейским центральным банком в периоды глобальной рецессии. Детально исследовано инструментарий политики «кредитного смягчения», использованный в США и ЕС. Отмечено, что антикризисная политика ЕЦБ и ФРС была качественно изменена с наступлением второго этапа кризиса, особенно в аспекте установления низких процентных ставок. Подчеркнуто особенности использования механизмов операций на открытом рынке, дисконтного кредитования и изменений банковских резервов в аспекте стимулирования экономики во время кризисных периодов. Сконцентрировано на причинах появления мирового финансово-экономического кризиса и соответствующих инструментах антикризисного управления, использованных в Соединенных Штатах Америки и Европейском Союзе. Исследовано перспективы использования политики «кредитного смягчения» для обеспечения стабилизации банковской системы современной Украины. Сделано вывод про неразумность использования стратегии количественного смягчения в условиях современной украинской финансовой системы.

**Ключевые слова:** антикризисное управление в банковской сфере; механизмы антикризисного управления в банковской сфере; процентная ставка; ликвидность; операции на открытом рынке; дисконтное кредитование; количественное смягчение

**Постановка проблеми.** Складність поточного етапу розвитку України відзначається наявністю кризових явищ практично в усіх сферах функціонування держави. Падіння реального ВВП на 9,9 % під час зростання номінального ВВП на 26,3 %, скорочення обсягів промислового виробництва на 13 %, зведення державного бюджету з дефіцитом у 45,15 млрд грн та зростання зовнішнього державного боргу на 103,9 % є переконливими аргументами на користь

даного твердження. Проте більш за все увагу і спеціалістів, і простих громадян привертає ситуація з інфляцією. Відповідно до офіційних даних Національного банку України у 2014 - 2015 рр. річний індекс інфляції становив 124,9 % та 143,3 % відповідно. У 2016 р. ситуація дещо поліпшилася і, як результат, середній індекс інфляції за перші сім місяців 2017 р. не перевищив 105 %. Проте низка фахівців продовжує скептично ставитися до політики НБУ і не-

гативно оцінювати такі його кроки, як політика «контрольованої» девальвації. За такої ситуації актуальність дослідження антикризових механізмів, що використовуються центральними банками розвинених країн, залишається високою, так як успішне застосування цих механізмів є одним із ключових чинників виходу з тривалої рецесії та становлення на шлях економічного зростання й стабільного бізнес-клімату в державі.

Висновки та рекомендації, розроблені в цій статті, можуть мати значну теоретичну та практичну цінність, оскільки досліджувану проблему покладено безпосередньо у площині експлікації європейського та американського досвіду застосування державних механізмів регулювання банківською сферою в банківській системі сучасної України. Водночас нестабільність функціонування фінансової системи країни може вважатися яскравим підтвердженням того, що в державі до сих пір не розроблені ефективні антикризові механізми монетарної політики. При цьому важливо усвідомлювати, що після відміни індуктивного курсу та згладжування наслідків від подальшого стрибка інфляції, політика НБУ відносно стабільна й розвивається відповідно до чітко встановлених принципів уже протягом тривалого періоду часу. До того ж, як вже зазначалося вище, наявні дані дають можливість висунути припущення, що за результатами 2016 р. Україна нарешті офіційно вийде з рецесії, що буде відзначатися в зростанні реального ВВП мінімум на 1 % та тримання річного індексу інфляції на рівні не вище ніж 105. Отже, актуальність застосування механізмів антикризової політики в монетарній сфері дещо знизилася. Проте на цей момент актуальність обраної теми залишається досить високою, а її важливість вбачається очевидною як у практичному, та і в теоретичному аспекті.

**Аналіз останніх публікацій за проблематикою.** Окремі аспекти досліджуваної проблеми розглядалися багатьма науковцями. Антикризові механізми регулювання банківською системою, що застосовувалися Європейським центральним банком протягом світової фінансової кризи 2007 - 2009 рр., були детально розглянуті в роботах Д. Андріушківчичу, Н. Бальчіунаса та І. Поколзіної. Аналогічні дослідження щодо ан-

тикризової політики Федеральної резервної системи США були розроблені багатьма американськими дослідниками, зокрема Д. Вілоком, М. Флемінгом та Д. Торнтоном. На жаль, набагато менше в сучасній науці наукових праць, присвячених доцільності використання досвіду антикризових механізмів державного регулювання банківською системою у Європі та США в умовах сучасної України. Проте певні дослідження в цій сфері існують. Слід виділити наукові здобутки, зроблені Г. Азаренковою, І. Шкодіною та М. Гойхманом.

Не дивлячись на те що феномен антикризових механізмів монетарної політики, що застосовувалися ФРС та ЄЦБ протягом світової фінансової кризи 2007 - 2009 рр., не залишився поза увагою вчених, актуальність цих механізмів для сучасної України продовжує залишатися важливим невирішеним питанням. Більшість робіт із цього приводу були написані ще до подій 2014 р. Відповідно, вони не враховують якісно нові умови функціонування банківської системи України та якісно нові механізми, такі як індикативний курс або політика гучного курсу, що застосовувалися або продовжують застосовуватися НБУ протягом останніх декількох років. Стаття спрямована на вирішення цієї проблеми та дослідження феномена антикризових механізмів регулювання банківською системою у контексті подій 2014 - 2016 рр.

**Мета статті.** Метою статті є дослідження механізмів антикризової політики центральних банків США та Євросоюзу, які вони застосовували в період світової фінансової кризи 2007 - 2009 рр., та аналіз можливості їхнього застосування в сучасній Україні. Досягнення поставленої мети вимагає вирішення таких завдань:

- дослідити антикризові механізми, що застосовувалися Європейським центральним банком (ЄЦБ) у період кризи 2007-2009 рр.;
- дослідити антикризові механізми, що застосовувалися Федеральною резервною системою (ФРС) США в період кризи 2007-2009 рр.;
- проаналізувати сутність явищ «кредитного пом'якшення» і «кількісного пом'якшення» та їхнього місця в політиці ФРС і ЄЦБ у 2007 - 2009 рр.;

- винайти ключові особливості та загальні напрями політики НБУ у період 2014-2016 рр.;

- визначити доцільність використання антикризових механізмів, що використовувалися ФРС та ЄЦБ у період кризи 2007 - 2009 років, у сучасній Україні.

Викладення основних результатів та їх обґрунтування. Світова фінансова криза 2007 - 2009 рр. стала глобальним викликом як для світової банківської системи, так і для банківської системи окремих країн. Відповідно, діяльність центральних банків у цей період може вважатися прикладом застосування антикризових механізмів державного регулювання банківської сферою. У роботі буде проаналізовано особливості механізмів антикризової політики центральних банків Європи (Європейський центральний банк) та США (Федеральна резервна система), що застосовувалися в період 2007 - 2009 рр. спочатку для пом'якшення впливу світової фінансової кризи на фінансову систему, а потім для поступового виходу з кризи й стимулювання економіки.

**Виклад основного матеріалу.** Спеціалісти відзначають, що ключовою особливістю кризи 2007 - 2009 рр. для банківської системи було те, що переважна більшість стандартних механізмів, що застосовувалися до цього часу центральними банками для подолання кризових явищ, виявилася недієздатними [5]. Отже, з'явилася потреба у винайденні нових нетрадиційних механізмів монетарної політики, які могли б виявитися дієвими в умовах безпрецедентної за своєю природою фінансової кризи. Своєрідним першопрохідцем у цьому аспекті стала Федеральна резервна система Сполучених Штатів Америки, що під загрозою гігантської дефляції вдалася до ряду інноваційних інструментів, які потім були перейняті центральними банками інших країн.

Відповідно до Ради керівників Федеральна резервна система США «агресивно відреагувала на фінансову кризу, що виникла влітку 2007 р., через реалізацію ряду програм, спрямованих на підтримку ліквідності фінансових інституцій та сприяння поліпшенню умов функціонування фінансових ринків» [2]. Ці програми значно змінили баланс ФРС, а деякі з них продо-

вжують реалізуватися й зараз. Зокрема ФРС продовжує політику придбання довгострокових цінних паперів із метою зниження тиску на довгострокові відсоткові ставки. Д. Вілок стверджує, що інструменти монетарної політики, застосовані ФРС у період 2007 - 2009 рр. з метою виходу з кризи, можна умовно поділити на три основні групи: надання банкам та іншим фінансовим інститутам короткострокової ліквідності, надання ліквідності безпосередньо позичальникам та інвесторам на ключових кредитних ринках та розширення функціоналу операцій на відкритому ринку [10].

Перша група механізмів державного регулювання банківською сферою є звичним набором інструментів, що традиційно використовуються центральними банками в межах утілення їхньої ролі «кредитора останньої інстанції». Тим не менш спосіб застосування цих інструментів можна вважати нестандартним. Перш за все у цьому аспекті слід зазначити зміну умов функціонування механізму дисконтного вікна, що передбачає надання фінансовим інституціям короткострокових кредитів із метою вирішення тимчасових проблем із нестачею ліквідності. Створення таких програм, як PDCF (Primary Dealer Credit Facility), TAF (Term Auction Facility) та TSLF (Term Securities Lending Facility), пристосувало цей механізм до специфічних умов фінансової кризи. Наприклад, програма TSLF надала можливість уповноваженим дилерам обміняти цінні папери MBS на цінні папери американського казначейства шляхом кредитних аукціонів. Загальна сума казначейських зобов'язань, отримана дилерами з цієї програми, перевищила за 230 млрд дол. США у жовтні 2008 р. Водночас програма PDCF передбачала надання уповноваженим дилерам короткострокових кредитів овернайт через дисконтне вікно. Дуже важливо підкреслити, що принциповою особливістю зазначених механізмів є те, що механізм дисконтного вікна вперше було використано для кредитування не тільки депозитарних установ, але й небанківських організацій.

Друга група механізмів державного регулювання банківською сферою США була спрямована на безпосереднє постачання ліквідності фінансовим інститутам

та виражалася у діяльності таких програм, як AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility), CPFF (Commercial Paper Funding Facility), MMIFF (Money Market Investor Funding Facility) та TALF (Backed Securities Loan Facility). Програму AMLF було створено для того, щоб допомогти фондам взаємних інвестицій виконати вимоги інвесторів. Зокрема ті депозитарні установи, що купували в цих фондів комерційні папери, могли отримати в ФРС кредит на фінансування цих операцій за пільговою відсотковою ставкою. Насамперед програма TALF була спеціально створена для того, щоб надавати кредити володарям цінних паперів, забезпечених надійними активами.

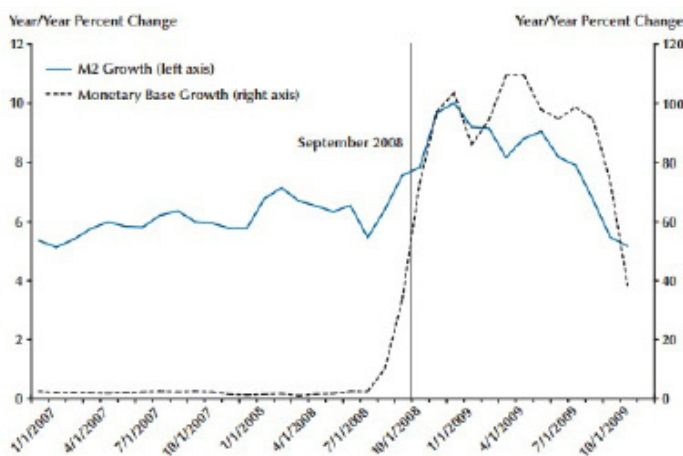
Нарешті, третя група механізмів державного регулювання банківською сферою може вважатися найбільш інноваційною, тому що вона передбачала безпрецедентну варіативність функціонування механізму операцій на відкритому ринку. За програмами, оголошеними у 2008 - 2009 рр., ФРС купила довгострокових казначейських облігацій більше ніж на 300 млрд дол. США. М. Флемінг указує, що було також придбано іпотечних зобов'язань на 1250 млрд дол. США та агентських цінних паперів на суму в 172 млрд дол. США [4].

Політику ФРС у період світової фінансової кризи 2007 - 2009 рр., до банкрутства Lehman Brothers, прийнято визначати як «кредитне пом'якшення». На відміну від політики «кількісного пом'якшення», «кре-

дитне пом'якшення» спрямоване не лише на збільшення грошової маси, але й на регулювання її розподілу. Як підкреслював Б. Бернанке, тодішній голова Федеральної резервної системи, ФРС проводила політику кредитування фінансових інститутів, безпосереднє забезпечення ліквідністю ключових кредитних ринків та купівлі довгострокових цінних паперів [7]. Головною метою такої політики було знизити відсоткові ставки та зробити кредити доступними для якомога ширшого кола фізичних та юридичних осіб. Як результат, протягом 2007 - 2009 рр. дисконтна ставка була знижена 12 разів і зрештою впала до 0,50 %, тоді як її розмір у червні 2007 р. становив 6,25 %. Навіть у 2008 - 2009 рр., коли ФРС була вимушена проводити «рятувальні операції» та купувати багато коштовних цінних паперів, напрям цієї політики залишився незмінним. Так, наприклад, головною метою купівлі іпотечних цінних паперів було зниження ставок за іпотечними кредитами.

Спеціалісти, зокрема Торнтон, схильні до того, щоб розділяти періоди до вересня 2008 р. та після вересня 2008 р. як два істотно різних етапи в політиці ФРС щодо протистояння фінансовій кризі [8]. Водночас на першому етапі державне регулювання банківською сферою США було спрямоване на забезпечення фінансових інститутів ліквідністю без збільшення грошової маси, на другому етапі, навпаки, відзначалося одночасним збільшенням і монетарної бази, і грошової маси. Ця закономірність подана на графіку 1.

Графік 1. Монетарна база та грошова маса в США у 2007 - 2009 рр.



Європейський центральний банк у цілому проводив політику, схожу із політикою ФРС. На першому етапі кризи головним завданням Європейської системи центральних банків стало постачання ліквідності фінансовим інститутам. За допомогою інструменту основних операцій рефінансування було змінено систему постачання ліквідності. Якщо раніше кошти постачали рівномірно протягом звітних періодів, то після 2007 р. левова частина ліквідності стала постачатися на початку звітного періоду. Як наслідок, ЄЦБ зміг зменшити амплітуду коливання відсоткових ставок [6].

Жан-Клод Тріше підкреслив у своїй промові на міжнародному симпозиумі в Марракеші, що зміна умов рефінансування стала одним із ключових компонентів антикризової політики Європейського центрального банку [9]. Зокрема, було вирішено розширити коло контрагентів, які мали право брати участь в операціях із рефінансування, та розширити коло активів, які було дозволено використовувати як заставу. Більш того, ЄЦБ вирішив змінити систему встановлення відсоткової ставки на кредити зі строком погашення до 6 місяців. Якщо раніше ця ставка встановлювалася шляхом аукціону, де різні банки могли запропонувати різні відсоткові ставки, то з початком кризи ці кредити стали надаватися за фіксованою відсотковою ставкою. Важливим елементом антикризової політики ЄЦБ були також операції з постачання доларової ліквідності на основі валютних свопів між ЄЦБ та ФРС.

І. Подколзіна підкреслює, що найбільш істотною загрозою протягом першого етапу світової фінансової кризи ЄЦБ є інфляція. Стрімке зростання грошової пропозиції було сприйняте як тривожний сигнал. Відповідно, ЄЦБ вдався до рішучих дій та підвищив ставку рефінансування до 4,25% у липні 2008 р. [15]. Таким чином, як бачимо, політика «кредитного пом'якшення» не проводилася ЄЦБ так послідовно, як ФРС. Моніторинг розподілу ліквідності вбачався ключовим рецептом відновлення фінансової стабільності. На відміну від ФРС, ЄЦБ не намагався стимулювати економіку на першому етапі кризи. Він тільки здійснював заходи, спрямовані на стабілізацію грошового ринку.

Починаючи з серпня 2007 р., Європейський центральний банк почав поступово змінювати структуру рефінансування шляхом збільшення кількості довгострокових операцій. Задля того щоб збільшення ліквідності не приводило до інфляційних стрибків та коливання відсоткових ставок, застосовувався механізм операцій точного налаштування.

Банкротство Lehman Brothers та подальші події, пов'язані з ним, якісно змінили характер світової фінансової кризи, унаслідок чого більшість із механізмів, застосованих ЄЦБ протягом 2007 р., виявилася неефективними. Д. Андріушкевичіюта та Н. Бальчіунас зауважують, що Європейський центральний банк вимушений був миттєво змінити вектор своєї політики [1]. Як зазначалося вище, перед банкрутством Lehman Brothers, ЄЦБ був переважно сконцентрований на здійсненні операцій із недопущення інфляції. Проте, починаючи з серпня 2008 р., загроза інфляції перетворилася на загрозу дефляції. Зокрема, зростання цін у Єврозоні, що було на рівні 4 % в червні й липні 2008 р., досягло -0,1 % та -0,6 % у червні й липні 2008 р. відповідно. Як наслідок, ЄЦБ довелося перейти до політики «кредитного пом'якшення», що застосовувалася ФРС ще із самого початку кризи, або, як стверджують деякі спеціалісти, до політики «кількісного пом'якшення». Після підняття ставки рефінансування до 4,25 % через загрозу інфляції ЄЦБ довелося знизити її до 1 % через загрозу дефляції.

Рецептом для виходу з нової кризової ситуації було обрано механізм короткострокового постачання ліквідності в необмежених обсягах, що, власне, і дозволило деяким дослідникам припустити, що ЄЦБ перейшов до політики «кількісного пом'якшення», намагаючись максимально збільшити обіг коштів. Починаючи з жовтня 2008 р., ЄЦБ став задовольняти всі заявки банків на аукціонах, якщо ті могли надати необхідне забезпечення. Подібно до ФРС, Європейський центральний банк також значно розширив коло активів, що могли прийматися як застави. Цікаво, що з огляду на те що мета зі стабілізації фінансової ситуації було частково досягнута, ЄЦБ не зміг значно розширити кредитування нефінансового сектору, як це вдалося

зробити ФРС. Зокрема, обсяг кредитування домогосподарств знизився на 0,2 % за період між травнем 2008 р. та травнем 2009 р. [3].

Для вирішення цієї проблеми ЄЦБ вдався до механізмів державного регулювання банківською сферою, що вже раніше були апробовані іншими центральними банками, переважно ФРС. Зокрема, були прийняті рішення щодо викупу забезпечених іпотечних облігацій та збільшення строку надання кредитів комерційним банкам на аукціонах із фіксованими ставками до 12 місяців. Вкуп облігацій, про який було оголошено у травні 2009 р., є ще одним чинником, який дозволяє ряду спеціалістів припускати, що ЄЦБ частково перейшов до політики «кількісного пом'якшення», з огляду на те що офіційні особи ЄЦБ рішуче заперечували цей факт. Відповідно до Л. Б. Смагі, тодішнього члена виконавчого комітету ЄЦБ, політика ЄЦБ не може вважатися «кількісним пом'якшенням» перш за все тому, що його метою є не стільки вплив на довгострокові відсоткові ставки, скільки відновлення найбільш постраждалих ринків. Унаслідок реалізації політики розширеної кредитної підтримки ЄЦБ, як і ФРС, значно змінив свій баланс. Проте варто зазначити, оскільки ця політика проводилася ЄЦБ не настільки послідовно, як ФРС, то і зобов'язання ЄЦБ зменшилися менше, ніж зобов'язання ФРС. Зокрема, за період між вереснем 2008 р. та січнем 2009 р., зобов'язання ЄЦБ зросли на 40 %, тоді як аналогічний показник для ФРС становив 142 %.

Загалом можна зробити висновок, що і ЄЦБ, і ФРС проводили багато в чому спільну політику протягом 2007 -ч 2009 рр., що вбачається логічним, тому що ЄЦБ багато в чому копіював політику ФРС. Механізми «кредитного пом'якшення» були застосовані обома центральними банками, хоча ЄЦБ застосовувала їх менш послідовно. Більш того, проаналізований матеріал надає змогу зробити припущення, що політика ЄЦБ радикально змінилася після банкрутства Lehman Brothers, тоді як ФРС лише розширила число нетрадиційних монетарних інструментів. Зокрема, якщо в період між 2007 р. та літом 2008 р. ЄЦБ намагався

стримати потенційну інфляцію, для чого навіть підвищив ставку рефінансування, то після вищезазначеної події він повністю сконцентрувався на недопущенні дефляції, за для чого миттєво обвалив ставку рефінансування на 3,25 %. Проте і ФРС, і ЄЦБ діяли відповідно до однієї головної мети: наповнити ринок ліквідністю, щоб не допустити повторення стагнації за часів Великої депресії. Проте заміна проблемних активів на бюджетні кошти не вирішила проблему кредитування приватного сектору, особливо в Єврозоні. Більш того, І. Подколзіна вказує на те, що політика сучасних центральних банків створює загрозу постійного циклу світових фінансових криз. Подолання чергової кризи шляхом накачування ринків ліквідністю призводить до наддування численних «пузирів» в економіці, що робить настання чергової кризи практично невідворотним.

Аналіз політики ФРС та ЄЦБ в аспекті прийнятності їхнього досвіду для сучасної України зводиться до відповіді на питання, чи є доцільною для сучасної України політика «кількісного пом'якшення» та чи була вона актуальною в ранній період кризи. Питання прийнятності парадигми «кількісного пом'якшення» для України піднімалося багатьма спеціалістами. Ще у 2011 р., коли держава зіткнулася з проблемою скорочення зовнішніх інвестицій, О. Щербакова, тодішній директор Генерального департаменту грошово-кредитної політики НБУ, зауважила, що впровадження в Україні політики «кількісного пом'якшення» неодмінно призведе до девальвації та інфляції [17]. Причина такого висновку полягає в тому, що зв'язок між насиченням українського ринку ліквідністю та збільшенням кредитування комерційного сектору не вбачається очевидним. Інакше кажучи, специфіка українських реалій вказує на те, що надруковані кошти радше підуть на валютний канал, ніж на кредити для економіки. За такої ситуації було вирішено рішуче відмовитися від цієї політики та сконцентруватися на утриманні курсу будь-якими засобами, розплачуючись за це поступово зникаючими золотовалютними резервами. Динаміка зміни обсягу українських золотовалютних резервів проілюстрована на графіку 2.

Графік 2. Золотовалютні резерви України: 2011 – 2016 рр.



Проаналізувавши досвід упровадження політики «кількісного пом'якшення», Г. Азаренкова, І. Шкодін та М. Гойхман зробили висновок, що вона є досить неоднозначним інструментом, який приводить до короткочасних позитивних змін, але значно ускладнює процес проведення необхідних реформ в економіці та, до того ж, створює додаткові проблеми, пов'язані із необхідністю вийти з режиму нульових або наближених до нульових відсоткових ставок [11].

Найважливішим фактором, який має бути врахований під час аналізу проблеми політики «кількісного пом'якшення», є те, що ситуація, із якою зіштовхнувся НБУ у 2007 - 2009 рр., та ситуація, із якою він зіштовхнувся у 2014 р., якісно відрізняються одна від одної. Криза, що розпочалася в Україні у 2014 р., є радше локальним явищем і, не дивлячись на те що світова фінансова система знаходиться в досить нестабільному стані через ряд тривожних подій у Греції (референдум щодо відмови від вимог кредиторів), «Чорний понеділок» 24 серпня 2015 р., пов'язаний з вибухом «фондового пузиря» в Китаї, стрімке падіння цін на нафту та, нарешті, нещодавній сумнозвісний Brexit, розвиток подій в Україні на початку кризи був передусім викликаний зовнішніми факторами з радше політичним, ніж економічним підтекстом.

Інфляційні очікування безперечно були ключовим фактором, що визначав політику НБУ у 2014 - 2015 рр. На жаль, полі-

тика НБУ не відзначалася системністю та ефективністю протягом першого періоду кризи. Невдалий досвід використання індуктивного курсу, який призвів до гігантського інфляційного стрибка одразу після його відміни, є яскравим прикладом такої неефективності. Пояснюючи перехід від індуктивного курсу до гнучкого курсу, О. Устенко припустила, що якщо операції на чорному ринку, припустимо, переважно здійснюються за курсом 21 грн за 1 дол. США, а курс міжбанку становить 17 грн, то подолання розриву між цими двома показниками після відміни індуктивного курсу мало б досягти приблизного показника 19 грн за 1 дол. США [14]. Проте, як відомо, відміна індуктивного курсу вилилася в катастрофічний інфляційний стрибок. Саме тому банкіри, за зізнанням самої В. Гонtareвої, «благали її не скасовувати індуктивний курс», навіть не ураховуючи те, що він призвів до величезного розриву між курсом міжбанку та курсом на чорному ринку [13].

Безперечно, на цьому етапі політика «кількісного пом'якшення» для України була неактуальною, оскільки вона зазвичай супроводжується дуже високими інфляційними очікуваннями. При цьому це не завадило Національному банку України надрукувати 176 млрд грн у 2014 р., що зробило величезний внесок у подальше зростання індексу інфляції [12]. Щоб зупинити цей процес, НБУ був вимушений вдатися до жорстких обмежень валютних



операцій, встановлення зобов'язання експортерів продавати 75 % валютної виручки, та, звичайно ж, безпрецедентним підняттям дисконтної ставки, яка досягла цифри в 30 % у березні 2015 р., коли курс долара досяг психологічної межі в 30 гривень. Вочевидь до такої ситуації призвела комбінація різних чинників, проте безсистемність та непослідовність політики НБУ, особливо в аспекті збільшення грошової маси, стала одним із головних факторів.

На поточному етапі розвитку політика «гнучкого курсу» дозволила Україні отримати відносно стабільний курс без серйозного розриву між курсом міжбанку й курсом на чорному ринку. Проте очевидним є те, що тим самим НБУ підтвердив, що значна частина його попередніх кроків була помилковою.

Аналіз поточної ситуації в Україні показує, що політика «кількісного пом'якшення», так само як і політика «кредитного пом'якшення», неприйнятні для українських реалій. Перш за все, як вказувалося вище, ліквідність радше піде на валютні канали, ніж на кредитування. По-друге, проведення політики розширеного кредитування можливе лише за умови відносно стабільної банківської системи, із якої вилучено комерційні банки, які займаються шахрайськими операціями або просто не мають достатнього забезпечення. З цією метою НБУ продовжує проводити політику очищення банківського сектору, вилучаючи з системи ненадійні банки та підвищуючи вимоги щодо статутного капіталу. Без прозорої банківської системи будь-які глобальні кроки, спрямовані на пом'якшення умов кредитування для бізнесу, вбачаються малоефективними. Більш того, крихкий стан фінансової системи України наводить на думку, що друкування нових коштів підвищить загрозу нового стрибку інфляції в рази. Відтак здатність голови НБУ протистояти будь-яким намаганням уряду забезпечити бюджет новими коштами за рахунок «друкарського верстаку» є однією з ключових передумов успішності політики НБУ на поточному етапі розвитку.

Цікаво, що у 2016 р. Україна зіштовхнулася не лише із загрозою інфляції, але й із

загрозою дефляції, перспектива якої є не менш катастрофічною для вітчизняної економіки. Задля регулювання курсу НБУ віддає перевагу інструменту валютних аукціонів. Зокрема, за період 20 - 29 липня 2016 р., НБУ був вимушений продати близько 140 млн дол. США на 7 валютних аукціонах, щоб протистояти загрози дефляції [16].

Загалом можна зазначити, що НБУ продовжує використовувати деякі інструменти, що застосовувалися ФРС та ЄЦБ в період 2007 - 2009 рр. (наприклад, зниження дисконтної ставки з 30 % у березні 2015 р. до 15,5 % наприкінці липня 2016 р.). Ці інструменти навряд чи можна назвати нетрадиційними. Більш того, специфіка української економіки та української фінансової системи дає підставу припустити, що такі інструменти навряд чи були б ефективними, тому що великий відсоток тіньової економіки та непрозорість банківської системи не дозволяє адекватно регулювати розподіл ліквідності, яка зрештою вимушено пішла би на валютні канали.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** У статті було проаналізовано дії Європейського центрального банку та Федеральної резервної системи США у період світової фінансової кризи 2007 - 2009 рр. Протягом усього періоду кризи державне регулювання банківською системою США, окрім стабілізації фінансової системи, було також спрямоване на стимулювання економіки шляхом збільшення обсягів кредитування в країні. З цією метою було здійснено цілий комплекс заходів: поступове зниження дисконтної ставки до майже нульового показника, розширення кола контрагентів у кредитних операціях та заміни ненадійних цінних паперів державними облігаціями. У приблизно схожому ключі діяв і ЄЦБ, який намагався наповнити ринки ліквідністю через встановлення фінансових ставок на аукціонах із обов'язковим задоволення всіх заявок за умови їхнього надійного забезпечення. Проте політика ЄЦБ була менш послідовною через те, що на початковому етапі кризи він дуже обережно ставився до фактору інфляційних очікувань і навіть підвищив дисконтну ставку до 4,25 % лише для того, щоб обвалити її на 3,25 % після того, як стало зрозумі-

міло, що на зміну інфляційній загрозі прийшла загроза дефляції.

З огляду на те, що представники ЄЦБ та ФРС категорично заперечували використання політики «кількісного пом'якшення» та називали свої дії політикою «кредитного пом'якшення», проаналізований матеріал надає підставу стверджувати, що і ЄЦБ, і ФРС вдалися до механізмів «кількісного пом'якшення» на другому етапі кризи після банкрутства Lehman Brothers. Купівля іпотечних облігацій та значне збільшення й монетарної бази і грошової маси є яскравими свідченнями наведеної тези.

Проаналізований матеріал дає підстави стверджувати, що автоматичне перенесення інструментів «кількісного пом'якшення» та «кредитного пом'якшення», що використовувалися ФРС США та ЄЦБ протягом світової фінансової кризи 2007 - 2009 рр., на площину банківської системи сучасної України навряд чи було б ефективним. Непрозорість фінансової системи, вели-

ка кількість проблемних банків, значний відсоток тіньової економіки та, нарешті, досить слабка взаємодія між різними органами державної влади в країні, коли міністри часто вимушені лобіювати інтереси окремих бізнес-груп, стають на заваді проведення політики розширеного кредитування. Більш того, друкування коштів в умовах гнучкого курсу може призвести до катастрофічних наслідків, як це вже сталося у 2014 р., коли тиск уряду на НБУ вилився у безпрецедентний обсяг надрукованих коштів і, як результат, у значний інфляційний стрибок. За такої ситуації реалізація нестандартних інструментів «кількісного пом'якшення» є недоцільними на цьому етапі. Натомість політика низької облікової ставки, валютні інтервенції для регулювання курсу та подальше очищення банківської системи України від неплатоспроможних банків вбачаються пріоритетними завданнями для НБУ на найближчий час.

#### БІБЛІОГРАФІЧНІ ПОСИЛАННЯ:

1. Andriuškevičiūtė D. The monetary policy of the European Central Bank in the period of sovereign debt crisis / D. Andriuškevičiūtė, N. Balčiūnas // *Ekonomika*. – 2013. – Vol. 92 (2). – P. 20-31.
2. Board of Governors of the Federal Reserve System. The Federal Reserve's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability / Board of Governors of the Federal Reserve System – Режим доступу: [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm)
3. European Central Bank. Monthly Bulletin July / European Central Bank – 2008. – Режим доступу: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200807en.pdf>
4. Fleming, M. J. Federal reserve liquidity provision during the financial crisis of 2007-2009 / M. J. Fleming // *Annual Review of Financial Economics*. – 2012. – Vol. 563. – P. 161-177.
5. Helleiner, E. Understanding the 2007-2009 Global Financial Crisis: Lessons for scholars of international political economy / E. Helleiner // *Annual Review of Political Sciences*. – 2011. – Vol. 14. – P. 67-87.
6. Joyce, M. Quantitative easing and unconventional monetary policy – and introduction / M. Joyce, D. Miles, D. Vayanos // *The Economic Journal*. – 2012. – Vol. 122. – P. 271-288.
7. Staff, W. Bernanke: You say 'quantitative easing'; I say 'credit easing' / W. Staff // *The Wall Street Journal*. – 2009. – Режим доступу: <http://blogs.wsj.com/economics/2009/01/13/bernanke-you-say-quantitative-easing-i-say-credit-easing>
8. Thornton, D. L. The Federal Reserve's response to the financial crisis: What it did and what it should have done / D. L. Thornton // *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series: Working Paper 2012-050A*. – 2012. – Режим доступу: <https://research.stlouisfed.org/wp/2012/2012-050.pdf>
9. Trichet, J-C. The financial crisis and the role of central banks – the experience of the ECB / J-C. Trichet // *The speech given at the international symposium marking the 50th anniversary of Bank Al-Maghrib, Marrakech*. – 2009. – Режим доступу: <http://www.bis.org/review/r090603a.pdf>
10. Wheelock, D. Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's responses to the crisis of 1929-1933 and 2007-2009 / D. Wheelock // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. – 2010. – Vol. 92 (2). – P. 89-107.

11. Азаренкова, Г. Вплив політики кількісного пом'якшення на фінансовий ринок / Г. Азаренкова, І. Шкодїна, М. Гойхман // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 12. – С. 4-8.
12. В 2014 році Нацбанк надрукував 176 мільярдів гривень – депутат / Zn.ua. – 2015. – Режим доступу: [http://zn.ua/ECONOMICS/v-2014-godu-nacbank-napechatal-176-mlrd-grn-deputat-178738\\_.html](http://zn.ua/ECONOMICS/v-2014-godu-nacbank-napechatal-176-mlrd-grn-deputat-178738_.html)
13. Гонtareва: Банкіри благали не відмінати індикативний курс / Сегодня. – 2015. – Режим доступу <http://www.segodnya.ua/economics/finance/gontareva-bankiry-umolyali-ne-otmenyat-indikativnyy-kurs-596797.html>
14. Пешко, К. НБУ змінює курс. Причини і наслідки / К. Пешко // Главком. – 2015. – Режим доступу: <http://glavcom.ua/publications/128266-nbu-menjaet-kurs.-prichiny-i-sledstvija.html>
15. Подколзина, І. А. Антикризисная политика монетарных властей зоны евро / І. А. Подколзина // Деньги и кредит. – 2010. – № 10. – С. 51-60.
16. Результати Валютних аукціонів НБУ / Фінансовий портал Мінфін. – 2016. – Режим доступу: <http://index.minfin.com.ua/nbu/auction>
17. Товстиженко, А. Нацбанк каже, що не буде «друкувати» гроші / А. Товстиженко // Dt.ua. – 2012. – Режим доступу: [http://dt.ua/ECONOMICS/natsbank\\_kazhe,\\_scho\\_ne\\_bude\\_drukuvati\\_groshi.html](http://dt.ua/ECONOMICS/natsbank_kazhe,_scho_ne_bude_drukuvati_groshi.html)

#### REFERENCES:

1. Andriuškevičiūtė, D. & Balčiūnas, N. (2013). The monetary policy of the European Central Bank in the period of sovereign debt crisis. *Ekonomika*, 92 (2), 20-31.
2. Board of Governors of the Federal Reserve System (n.d.). The Federal Reserve's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability. *Federal Reserve*. Retrieved from [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm).
3. ECB (2008). *Monthly Bulletin July*. Retrieved from: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200807en.pdf>
4. Fleming, M.J. (2012). Federal Reserve Liquidity Provision during the Financial Crisis of 2007-2009. *Annual Review of Financial Economics*, 563, 161-177.
5. Helleiner, E. (2011). Understanding the 2007-2009 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy. *Annual Review of Political Sciences*, 14, 67-87.
6. Joyce, M., Miles, D., Scott, A. & Vayanos, D. (2012). Quantitative easing and unconventional monetary policy – and introduction. *The Economic Journal*, 122, 271-288.
7. Staff, W. (2009). Bernanke: You say 'Quantitative Easing,' I Say 'Credit Easing.' *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://blogs.wsj.com/economics/2009/01/13/bernanke-you-say-quantitative-easing-i-say-credit-easing>.
8. Thornton, D.L. (2012). The Federal Reserve's Response to the Financial Crisis: What It Did and What It Should Have Done. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series: Working Paper 2012-050A*. Retrieved from <https://research.stlouisfed.org/wp/2012/2012-050.pdf>.
9. Trichet, J-C. (2009). The financial crisis and the role of central banks – the experience of the ECB. *The speech given at the international symposium marking the 50th anniversary of Bank Al-Maghrib, Marrakech*. Bis.org. Retrieved from <http://www.bis.org/review/r090603a.pdf>.
10. Wheelock, D. (2010). Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crisis of 1929-1933 and 2007-2009. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92 (2), 89-107.
11. Azarenkova, G., Skodina, I. & Goyhman, M. (2013). The influence of the “quantitative easing” policies of financial markets. *Vesting of the National Bank of Ukraine*, 12, 4-8.
12. The representative says the National Bank has issued €176 billion in 2014 (2015). *Zn.ua*. Retrieved from [http://zn.ua/ECONOMICS/v-2014-godu-nacbank-napechatal-176-mlrd-grn-deputat-178738\\_.html](http://zn.ua/ECONOMICS/v-2014-godu-nacbank-napechatal-176-mlrd-grn-deputat-178738_.html).
13. Gontareva: Bankers begged me not to cancel an indicative rate (2015). *Segodnya*. Retrieved from <http://www.segodnya.ua/economics/finance/gontareva-bankiry-umolyali-ne-otmenyat-indikativnyy-kurs-596797.html>.

14. Peshko, K. (2015). NBU is changing its course. Reasons and consequences. *Glavkom*. Retrieved from <http://glavcom.ua/publications/128266-nbu-menjaet-kurs.-prichiny-i-sledstvija.html>.
15. Podkolzina, I.A. (2010). Anti-crisis monetary policies of the euro zone authorities. *Dengi I Kredit*, 10, 51-60.
16. Results of NBU's currency auctions. *Financial portal Minfin*. Retrieved from <http://index.minfin.com.ua/nbu/auction>.
17. Trovstizenko, A. (2012). National Bank says it won't print money anymore. *Dt.ua*. Retrieved from [http://dt.ua/ECONOMICS/natsbank\\_kazhe,\\_scho\\_ne\\_bude\\_drukuvati\\_groshi.html](http://dt.ua/ECONOMICS/natsbank_kazhe,_scho_ne_bude_drukuvati_groshi.html).

**Радчик Северин Олегovich** – аспірант  
Національна академія державного управління при Президентові України  
Адреса: 03057, Київ, вул. Ежена Потьє, 20  
E-mail: [severinrad@ukr.net](mailto:severinrad@ukr.net)

**Radchych Severyn O.** – postgraduate student  
National academy of public administration under President of Ukraine  
Address: 20, Ezene Pottie Str., Kyiv, 03057, Ukraine  
E-mail: [severinrad@ukr.net](mailto:severinrad@ukr.net)  
ORCID 0000-0002-6937-0857