

ЭКОНОМИКА ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАН

УДК 336.71

С. И. БРУС,
кандидат экономических наук,
старший научный сотрудник,
Е. А. БУБЛИК,
кандидат экономических наук,
старший научный сотрудник

*Отдел денежно-кредитных отношений
ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины"
(Киев)*

ПОЛИТИКА КОЛИЧЕСТВЕННОГО СМЯГЧЕНИЯ В США И ЕС: ОСОБЕННОСТИ, РИСКИ, ПЕРСПЕКТИВЫ

Исследованы особенности и перспективы внедрения политики количественного смягчения в ЕС и США. Проанализирован опыт ее реализации в США, который продемонстрировал ее эффективность в преодолении последствий кризиса. Показано, что значительные объемы эмитированной на развитых рынках ликвидности, которые перешли на рынки развивающихся стран, создали угрозы их финансовой устойчивости. Определены особенности реализации политики количественного смягчения в ЕС и ее возможное влияние на экономику европейских стран и Украины.

Ключевые слова: финансовые кризисы, монетарная политика, программы количественного смягчения, нетрадиционные монетарные инструменты, центробанки.

S. I. BRUS,
Cand. of Econ. Sci.,
Senior Sci. Researcher,
Ye. A. BUBLIK,
Cand. of Econ. Sci.,
Senior Sci. Researcher

*Department of Monetary-Credit Relations,
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine
(Kiev)*

THE QUANTITATIVE EASING POLICY IN THE USA AND EU: SPECIFIC FEATURES, RISKS, AND PROSPECTS

Specific features and perspectives of the introduction of the quantitative easing policy in EU and the USA are studied. The experience of its realization by the USA, which has demonstrated its efficiency in the overcoming of consequences of the crisis, is analyzed. At the same time, the large volumes of the liquidity, which were emitted on the developed liquidity markets and have transited onto the markets of developing countries, create the threats for their financial stability. Specific features of the realization of the quantitative easing policy in EU and its possible effect on the economies of European countries and Ukraine are presented.

Брус Светлана Ивановна (Brus Svetlana Ivanovna) – e-mail.: vetusya@mail.ru;
Бублик Евгений Александрович (Bublik Ievgenii Aleksandrovich) – e-mail.: bubl13@gmail.com.

Keywords: financial crises, monetary policy, quantitative easing programs, unconventional monetary tools, central banks.

Конец 2014 г. – начало 2015 г. ознаменовались существенными изменениями в монетарной политике ЕС. Ключевым моментом этих изменений стало провозглашение руководством ЕЦБ начала политики количественного смягчения (КП) в ЕС, согласно которой предусматривается осуществление эмиссии общим объемом 1,08 трлн. евро. Данная мера должна оживить финансовую активность в европейской экономике и способствовать изменению нисходящего тренда. С учетом имеющихся экономических связей и перспектив усиления роли европейского интеграционного фактора становится актуальным вопрос оценки перспектив реализации данной политики и возможных ее последствий для экономики Украины. Таким образом, **цель статьи** – проанализировать особенности реализации политики количественного смягчения в США и ЕС и определить ее возможное влияние на экономики европейских стран и Украины.

Количественное смягчение (Quantitative easing (QE)) – такая монетарная политика, при которой экономика насыщается средствами за счет дополнительной денежной эмиссии в значительных объемах через фондовый рынок путем покупки финансовых активов [1, с. 12]. Это новый инструмент монетарной политики, разработанный для преодоления последствий последнего финансово-экономического кризиса. Масштабность, инструментарий, эффективность и трансграничное влияние данной политики вызывают живой интерес и дискуссии в научном сообществе.

Согласно традиционным подходам государственного антикризисного регулирования, центробанки пытались преодолеть последствия финансового кризиса посредством снижения ставок рефинансирования, увеличения объемов операций на открытом рынке, уменьшения нормы обязательного резервирования. С помощью данных инструментов были снижены процентные ставки по краткосрочным активам и увеличено денежное предложение, однако экономическую рецессию преодолеть не удалось. Кроме того, стала реальной ловушка ликвидности, когда участники рынка (по Дж.М. Кейнсу) начинают экономить, учитывая дефляционные ожидания, а учетная ставка уже снижена до нуля.

Традиционно деньги в экономику поступают через покупку центробанком государственных облигаций. Если ставки держатся на минимальном уровне, то дальнейшее их снижение для стимулирования спроса с помощью традиционных инструментов (покупка краткосрочных облигаций, кредитование и операции на открытом рынке) не эффективно, поскольку потенциал влияния таких операций на рыночные ставки невелик. В отличие от распространенных инструментов, программы политики КС направлены на стимулирование экономического роста в условиях нулевой учетной ставки. Нетрадиционными они были признаны потому, что ранее регуляторы не использовали их на практике для экономического стимулирования в значительных объемах.

Таким образом, можно выделить следующие факторы, являющиеся предпосылками внедрения политики КС:

- снижение прироста ВВП (до отрицательного или близкого к нулевому);
- учетная ставка центробанка снижена почти до нулевого уровня (ловушка ликвидности);
- низкий уровень инфляции или дефляция;
- высокий уровень фактической безработицы.

При наличии таких предпосылок перспективы стимулирования дальнейшего экономического роста требуют применения нетрадиционной монетарной политики, которая, как правило, заключается в скупке долгосрочных финансовых активов. Цель этой политики — увеличить предложение денег и снизить их стоимость без использования учетной ставки, которую дальше нельзя снижать. Осуществляя такую политику, регуляторы рассчитывают, что деньги, которые вливаются в банковскую систему, будут направляться на кредитование экономики, что положительно повлияет на производство и уменьшит уровень безработицы.

Результаты внедрения политики количественного смягчения ФРС США

Руководство ФРС США одним из первых в мировой практике ввело программу количественного смягчения общим объемом около 4 трлн. дол., которая проводилась в 3 этапа:

– QE1 (с ноября 2008 г. по декабрь 2009 г.). Основной целью программы был выкуп ипотечных и других облигаций на сумму 1,7 трлн. дол. Таким образом, предотвращалось банкротство крупных корпораций и банков, в частности “Bank of America”, “Morgan Stanley”, “Citigroup”, “Merrill Lynch”;

– QE2 (с ноября 2010 г. по июнь 2011 г.). Предусматривала покупку государственных облигаций Минфина США на 600 млрд. дол. (по 75 млрд. дол. в месяц), а также реинвестирование до конца III квартала 2011 г. в эти же активы еще 300 млрд. дол. доходов, полученных от ранее приобретенных облигаций;

– QE3 (с сентября 2012 г. по октябрь 2014 г.). Программа не имела заранее определенной даты завершения. Такую дату должны были установить экономические показатели, в первую очередь, повышение уровня занятости населения. Предусматривалось ежемесячно тратить 45 млрд. дол. на покупку казначейских облигаций и 40 млрд. дол. — ипотечных. Как следствие, за период проведения политики КС баланс активов ФРС США увеличился почти в 5 раз (рис. 1).

Несмотря на окончание действия программ QE в США, ФРС продолжает стимулировать экономику за счет реинвестирования доходов от ценных бумаг на балансе. Соответственно, через более чем полгода после завершения третьего этапа QE объем активов на балансе центробанка США практически не уменьшился. Сегодня сложно дать окончательную объективную оценку результатов и последствий политики КС ФРС США с позиций ее долгосрочного влияния на американскую и мировую экономики. Можно лишь сделать определенные выводы по оперативному влиянию введенных программ и принятых мер, обобщив их поэтапно в соответствии с поставленными задачами.

Первой задачей, которая возникла перед американским регулятором, было недопущение масштабного банковского кризиса. Особую роль при этом сыграли банкротство “Lehman Brothers” и массовые банковские банкротства времен Великой депрессии, вызванные нехваткой ликвидности. В этих условиях ускоренное предоставление центробанками беспрецедентных объемов ликвидности через скупку долгов, операций репо и прямого кредитования по дисконтным ставкам состоялось естественным путем в рамках существующей парадигмы монетарного регулятора. По оценке большинства специалистов, данные меры следует считать успешными: коллапс банковской системы был остановлен, снижение цен на финансовые активы локализовано, а потери сбережений отсутствуют.

Принятые в этот период меры можно расценивать как начало количественного смягчения, хотя формализация данного термина и теоретическое обоснование сущности “нетрадиционной монетарной политики” состоялись уже на этапе

дальнейшего монетарного ослабления с целью стимулирования деловой активности как предпосылки экономического восстановления.

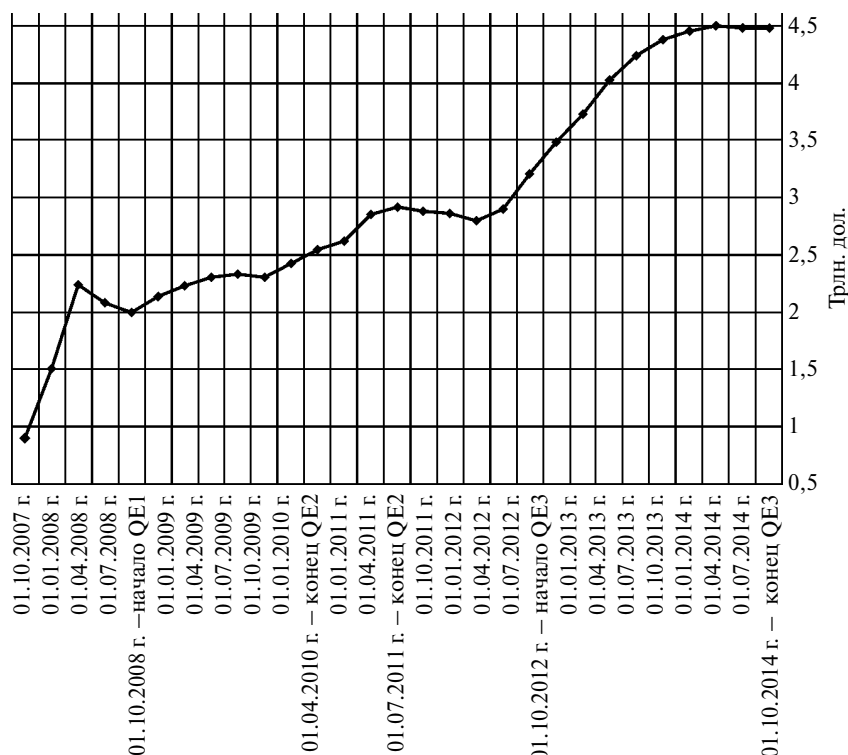


Рис. 1. Динамика активов ФРС в III квартале 2007 г. — I квартале 2015 г.

ФРС США : Официальный сайт [Электронный ресурс]. — Режим доступа : http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedfinancials.htm.

Препятствием при решении этой задачи стали нулевые процентные ставки, которые заставили регулятора снова обратиться к эмиссионным инструментам, которые были реализованы в рамках QE1 в форме “кредитного смягчения”. Цель этой меры – уменьшить кредитные спреды и увеличить доступность кредитов для заемщиков путем покупки долгосрочных ценных бумаг и “плохих” активов у банков. Данную задачу следует также признать выполненной: процентные ставки и кредитные спреды снизились, доверие к банкам повысилось, оживилась экономика, началось восстановление фондового рынка.

В то же время эксперты стали предупреждать об угрозах усиления инфляционных рисков и нового “кредитного пузыря” при сохранении таких темпов роста монетарной базы. Однако эти предостережения не подтвердились, что увеличило кредит доверия к политике и действиям ФРС.

Следующая задача для ФРС состояла в сокращении спреда по долгосрочным ценным бумагам. В частности, планировалось снизить премию за риск, выкупив ценные бумаги у частного сектора, и тем самым облегчить долговую нагрузку эмитентов, развязав им руки для активизации деятельности. Для решения этой задачи были реализованы QE2 и QE3. Несмотря на пессимизм экспертного сообщества, данные задачи также выполнены: долгосрочные ставки снизились и наблюдалось оживление фондового рынка. Однако рост экономики практически прекратился, а показатель безработицы за период действия QE2 даже повысился. Упомянутая критика отрицала возможность ФРС снизить с помощью запланированной программы долгосрочные ставки на гипертрофированном рынке каз-

начейских облигаций; как следствие, прогнозировали угрозу суверенитету центр-банка из-за повышения концентрации рынка и предотвращения контролируемого свертывания политики КС в запланированные сроки [2].

В данных условиях сложно оценить степень эффективности политики КС. Важно подчеркнуть, что целью введения такой политики стало формирование необходимых условий для осуществления инвестиций в расширение производства и финансирования перспективных направлений экономики. Этот результат пока не достигнут, однако следует признать, что предпринятые ФРС США в 2007–2013 гг. монетарные меры позволили оперативно спасти банковскую систему и избежать обвала цен на активы, обеспечили кредитное финансирование экономической деятельности, то есть сохранили предпосылки для экономического роста. Все это было достигнуто именно благодаря программам, реализованным в рамках нетрадиционной монетарной политики.

Однако две проблемы не позволяют однозначно положительно оценить эффективность новой монетарной политики в США.

Первая – неуверенность в надежности достигнутого роста американской экономики: эмитируемая избыточная ликвидность не превратилась в ожидаемое кредитование реального сектора экономики, а лишь активизировала краткосрочное кредитование и финансовые операции на фондовом рынке. В целом, с конца 2008 г. по октябрь 2014 г. на реализацию программы потрачено 3,6 трлн. дол. Эта сумма превысила рост номинального ВВП (2,5 трлн. дол.) за время действия QE [3]. Несоответствие реального результата ожидаемому подтверждают и прогнозные показатели развития экономики США, которые с 2010 г. при уточнении перманентно ухудшаются.

Вторая – неопределенность путей реального возврата к традиционной политике. Несмотря на официальное завершение программ количественного смягчения, ФРС планирует поддерживать объемы активов на балансе, что позволяет говорить о сохранении конкретных элементов политики КС на неопределенный срок и отсутствии доступных механизмов абсорбции имеющейся ликвидности.

Влияние политики КС на мировые финансовые рынки

Реализация нетрадиционной монетарной политики на рынках отдельных стран мира продолжается долго и позволяет сделать определенные выводы относительно ее эффективности и влияния на экономику других стран. Программы КС, которые последовательно реализовывались в США, Великобритании, Японии *, дали возможность смягчить последствия финансового кризиса, самортизировали падение деловой активности и цен на финансовые активы, а также предотвратили кризис банковских систем, компенсировав ключевым учреждениям угрозу потери ликвидности. Эмпирически подтвердились положения, что большая часть рисков реализации данной политики актуализируется на этапах ее завершения, когда возникнут вопросы изъятия избыточной "аварийной" ликвидности и возврата к традиционному монетарному регулированию.

* Япония присоединилась к политике КС позже, чем США и Великобритания. Первые программы КС в Японии запущены в 2013 г. Их цели – увеличивать денежную базу на 80 трлн. иен (672 млрд. дол.) ежегодно и достичь показателей инфляции в 2%. По итогам заседания руководства ЦБ Японии 30 апреля 2015 г., программа КС продолжена, хотя и принято решение не расширять ее. Что же касается Китая, то он пока еще не вводил политику КС. В целом это можно объяснить тем, что в стране еще есть резерв для экономического стимулирования путем снижения учетной ставки: 10 мая 2015 г. Народный банк Китая установил ее на уровне 5,1%, планомерно снижая с 21 ноября 2015 г. на 0,5%.

Регуляторы, осознавая сложность данной задачи и неуверенность в полной стабилизации финансовых рынков, продолжили политику КС с учетом приобретенного опыта и разработанных новаций еще на несколько итераций. Этот этап можно признать началом второй фазы КС, когда количественное смягчение осуществлялось в больших объемах, а к реализации нетрадиционной политики все более активно подключались и европейские органы власти.

Следует выделить основное отличие между этими фазами, которое заключается в том, что ликвидность эмитирована во время первой фазы нетрадиционной монетарной политики и преимущественно потреблена на развитых рынках, на которых в этот период были достаточно высокими доходность активов и спрос на капитал. Однако, из-за бездействия трансмиссионного механизма и, как следствие, ограниченной активизации реального сектора экономики и падения доходности активов на рынках развитых стран, вторая фаза (с 2010 г. – начало QE2) политики КС была отмечена миграцией больших объемов капитала на рынки развивающихся стран, где доходность по активам потенциально выше. Соответственно, ожидания сворачивания программ КС вызывают отток этого капитала и ухудшают конъюнктуру на мировых рынках [4].

Оказывая положительное влияние на стимулирование экспортной деятельности стран-реципиентов, рост их фондового и кредитного рынков, укрепление национальной валюты, политика КС также создает существенные угрозы финансовой стабильности их финансовых систем. К факторам, которые формируют такие угрозы в развивающихся странах, можно отнести следующие:

- трансграничная миграция капитала, которая возникает из-за политики КС для таких стран, носит активно проциклический характер, что в условиях глобальной финансовой нестабильности усиливает соответствующие риски;
- существующие инструменты монетарной политики таких стран не способны эффективно влиять на миграцию потоков капитала;
- увеличение спроса на активы на рынках развивающихся стран зависит от продолжительности реализации политики КС развитыми странами и перспектив ее завершения (такая зависимость содержит угрозу для финансового суверенитета развивающихся стран).

К этому следует добавить, что зависимость миграционных потоков капитала от действий проводников политики КС носит преимущественно сложный и непредсказуемый характер. По заключению некоторых исследователей влияния политики КС ФРС на мировые рынки, много особенностей трансграничного движения капитала, вызванного в период 2007–2011 гг. нетрадиционной монетарной политикой, объяснить довольно сложно [5].

Еще одним весомым результатом политики КС в глобальном масштабе следует признать длительное действие больших объемов дешевого “горячего” капитала, не согласованного с реальными макроэкономическими факторами, а преимущественно ориентированного на динамику монетарной политики регуляторов развитых стран. Кроме того, следует признать искажение подходов к оценке суверенных рисков и экономических проектов, стоимости финансовых активов и инструментов, обусловленное длительным наличием больших объемов дешевого “горячего” капитала, не согласованного с реальными макроэкономическими факторами.

Опасным также следует признать сам наглядный пример масштабной эмиссии при неизменных показателях инфляции, который может деформировать подходы правительств к государственному регулированию экономики, уменьшив

предостережения к монетизации бюджетного дефицита. Такая безопасная и эффективная, на первый взгляд, “заливка” кризисных последствий ликвидностью демотивирует правительства проводить экономические реформы для устранения проблем и рисков, которые угрожают экономическому росту. В частности, длительный период поступления больших объемов капитала в развивающиеся страны обусловил ослабление контроля правительств над инфляцией, бюджетным дефицитом и торговым балансом [6, с. 81].

Глобальный вызов для дальнейшего развития мировой экономики заключается в формировании (во время реализации новой монетарной политики) избыточной массы инвестиционного ресурса без видимых целей его применения. Непредсказуемость и угрожающий характер неурегулированных потоков капитала такой мощности представляют значительную опасность для многих стран, каждая из которых не может самостоятельно с ней справиться. Решение данной проблемы требует разработки глобальной инфраструктурной инициативы по привлечению в реальный сектор накопленных в период кризиса и политики КС сбережений [7].

Следует подчеркнуть, что побудительным моментом мобилизации мирового инвестиционного ресурса может стать растущий платежеспособный потребительский спрос широких слоев населения в странах Азии, Латинской Америки и Восточной Европы*. Данные регионы способны потреблять импорт как из развитых стран, так и из развивающихся. Реализация такого сценария положительно повлияла бы на производство и расширила направления инвестирования накопленных в период мирового кризиса сбережений. Нужно также учитывать перспективы увеличения внутреннего рынка и в развитых странах. В частности, в США подъем энергетической отрасли (сланцевой энергетики) и ВПК (развертывание военных действий на Ближнем Востоке) могут абсорбировать значительную часть имеющейся ликвидности.

Особенности монетарной политики ЕЦБ в предыдущие периоды

Для обобщения предпосылок введения политики КС целесообразно проанализировать особенности монетарной политики ЕЦБ предыдущих периодов.

Формально начало нового этапа монетарной политики ЕЦБ можно выделить, привязав его к смене руководства: Ж.-К. Трише и возглавляемый им Европейский центробанк к ноябрю 2011 г. не поддерживали введение политики КС. На тот момент из-за обеспокоенности чрезмерным государственным долгом стран ЕС, который считался наиболее вероятной причиной углубления финансового кризиса, и значительных инфляционных рисков ЕЦБ воздерживался от введения политики КС. Ж.-К. Трише как руководитель ЕЦБ в основном представлял интересы ведущих стран ЕС, в частности Германии и Франции, которые более консервативно относятся к политике КС, увеличению объемов эмиссии и серьезнее — к инфляционной угрозе.

Следовательно, с приходом финансового кризиса в США ЕЦБ, прогнозируя приток американского капитала и учитывая упомянутые риски, начал проводить довольно жесткую монетарную политику, планомерно повышая ставку рефинан-

* Согласно исследованию Всемирного банка, в странах Азии и Восточной Европы доходы самого бедного населения (40%) в 2005–2010 гг. выросли на 3,8%, в странах Латинской Америки — на 4,9%. Данный показатель продолжал расти и после начала мирового экономического кризиса (Shared prosperity: paving the way in Europe and Central Asia [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://documents.worldbank.org/curated/ru/2014/04/19426931/shared-prosperity-paving-way-europe-central-asia>).

сирования и абсорбируя долгосрочную ликвидность. В то же время во избежание банкротств были расширены программы по предоставлению краткосрочного рефинансирования.

Только с октября 2008 г. в условиях распространения кризиса ликвидности и повышения риска дефолта в ряде стран Еврозоны ЕЦБ смягчил монетарную политику, снизив учетную ставку с 4% до 1%, и начал специальные программы по обеспечению банков ликвидностью, продлил сроки рефинансирования и расширил список активов, которые принимались в залог. Однако в 2011 г. на фоне положительного ожидания выхода из кризиса и начала восстановления финансовых рынков ЕЦБ, опасаясь роста инфляции, сделал попытку повысить ставку рефинансирования. Дальнейшая оценка показателей монетарных агрегатов, инфляции и деловой активности не подтвердила такие ожидания (рис. 2).

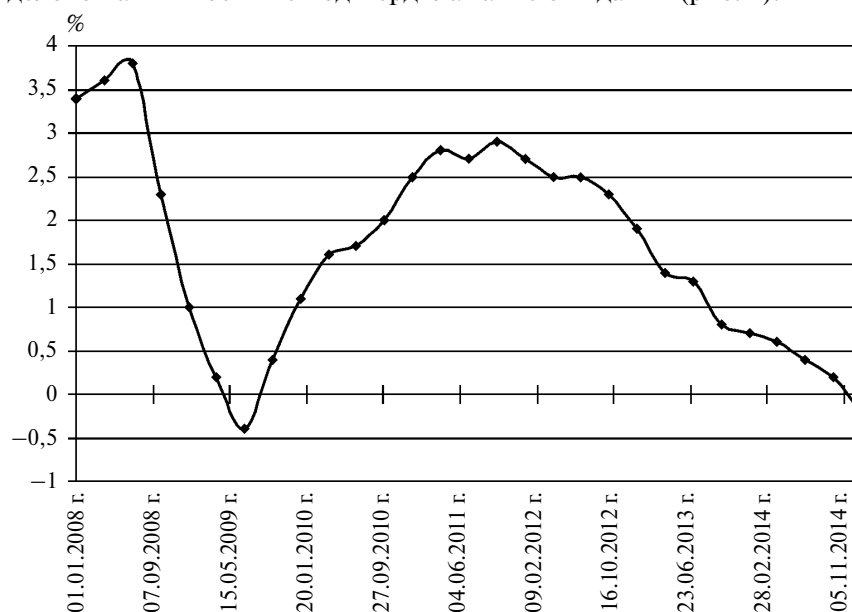


Рис. 2. Динамика показателя инфляции в Еврозоне в 2008–2014 гг.

ЕЦБ : Официальный сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>.

В ноябре 2011 г. М. Драги, который сменил на посту главы ЕЦБ Ж.-К. Трише, инициировал принятие ряда мер, которые не противоречили политике КС. Он официально поддержал ранее объявленный курс на сокращение государственных долгов и бюджетного дефицита, сдерживание инфляции, кардинально снизил учетную ставку и ввел ряд значительных по объемам долгосрочных программ рефинансирования и программ целевого рефинансирования (табл. 1, 2).

Что касается эффективности и последствий реализации указанных программ, то следует отметить: программы, ориентированные на поддержку ликвидности, реализованы практически полностью, тогда как программы целевого рефинансирования, ориентированные на кредитование реального сектора экономики, вызвали довольно ограниченный интерес (см. табл. 1, 2). В целом слабый интерес к программам стимулирования ЕЦБ, падение процентных ставок по государственным ценным бумагам до рекордных значений и размещение банками депозитов в центробанках под отрицательные проценты свидетельствуют о том, что европейские рынки уже перенасыщены ликвидностью, но кредитование реального сектора растет очень неуверенно (во второй половине 2014 г. снова фиксировалась

нисходящая динамика). Незначительный спрос на кредиты может существенно ограничить эффективность новой политики КС.

Таблица 1

Характеристики долгосрочных программ рефинансирования ЕЦБ *

Программа	Дата начала	Дата окончания	Срок действия (дни)	Процентная ставка (%)	Профинансировано (млрд. евро)
LTRO **.....	22.12.2011 г.	29.01.2015 г.	1134	0,15	489,2
LTRO.....	01.03.2012 г.	26.02.2015 г.	1092	0,15	529,5
LTRO.....	24.09.2014 г.	26.09.2018 г.	1463	0,15	82,6
LTRO.....	25.09.2014 г.	18.12.2014 г.	84	0,05	11
LTRO.....	30.10.2014 г.	29.01.2015 г.	91	0,05	10,2
MRO ***.....	26.11.2014 г.	03.12.2014 г.	7	0,05	114,3
LTRO.....	27.11.2014 г.	26.02.2015 г.	91	0,05	18,3

* ECB. Open market operations [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

** Долгосрочные операции по рефинансированию.

*** Основные операции по рефинансированию.

Таблица 2

Программы целевого рефинансирования ЕЦБ *

(млрд. евро)

Программа	Дата начала	Предоставленное финансирование
Целевые долгосрочные операции по рефинансированию (Targeted long-term refinancing operation).....	сентябрь 2014 г.	86,2
Программа выкупа обеспеченных облигаций (Covered bond purchase programme).....	ноябрь 2014 г.	29,4
Программа поддержки рынка ценных бумаг (Securities markets programme).....	ноябрь 2014 г.	143,9
Программа выкупа обеспеченных облигаций 2 (Securities markets programme 2).....	ноябрь 2014 г.	13,0
Программа выкупа обеспеченных облигаций 3 (Securities markets programme 3).....	ноябрь 2014 г.	12,7
Программа выкупа ценных бумаг, обеспеченных активами (Asset-backed security purchase programme)	ноябрь 2014 г.	0

* ECB. Open market operations [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

Содержание и ориентиры новой монетарной политики ЕЦБ

Главными предпосылками внедрения новой монетарной политики в ЕС стали угроза развертывания дефляционной спирали в Еврозоне, негативный прогноз роста ВВП и неэффективность процентных ставок, сниженных почти до нуля (0,05% с сентября 2014 г.). Таким образом, руководство ЕЦБ приняло решение о масштабном выкупе облигаций в Еврозоне с целью создания избыточного кредитного предложения на рынках, формирования положительных инфляционных ожиданий и ускорения инфляции. Для этого ЕЦБ планирует потратить с марта 2015 г. по сентябрь 2016 г. 1,08 трлн. евро на выкуп суверенных и корпоративных облигаций правительств и предприятий Еврозоны.

ЕЦБ объявил такой механизм внедрения программы:

- 1) с марта 2015 г. начался выкуп государственных и корпоративных облигаций с периодом погашения от 2 до 30 лет на сумму 60 млрд. евро ежемесячно;
- 2) в программу на начальном этапе включены недолговые ценные бумаги

стран, получающих помощь от ЕС или МВФ. Условие попадания в программу выкупа – наличие инвестиционного рейтинга;

3) разграничение рисков между ЕЦБ и центробанками стран-членов. ЕЦБ будет выкупать 20% бондов, а национальные центральные банки – 80%;

4) предполагается, что 12% денежных средств программы пойдут на выкуп долговых бумаг, эмитированных агентствами и институциональными участниками ЕС, остальные – на покупку государственных облигаций;

5) ориентиром для достижения станет доведение инфляции до 2% от сегодняшних –0,2%;

6) определены лимиты на покупку государственных облигаций: до 25% от каждой эмиссии и не более 33% от долга каждого эмитента. Объемы покупки будут рассчитываться по размерам взносов центробанков отдельных стран в капитал ЕЦБ.

Как и последняя программа финансовых органов США, основным критерием сворачивания КС в ЕС является не временной показатель (определенная дата), а достижение макроэкономических параметров (уровень инфляции). По прогнозам, такой уровень может быть достигнут к сентябрю 2016 г. В целом следует отметить, что ЕЦБ предоставляет общую информацию о механизме и инструментах программы КС и не указывает конечные сроки ее реализации, мотивируя это нежеланием формировать ожидания, которые могут повлиять на суверенные рейтинги и процентные ставки. Это является характерным отличием европейского КС от американского, поскольку ФРС еще до начала программы КС выпустила специальный календарь, в котором отражены все запланированные покупки с указанием даты, сумм, детальных характеристик и состава выкупаемого портфеля.

В результате политики КС ЕЦБ ожидает снижения дефляционного риска и экономического роста. Кроме доведения инфляции до 2%, другой целью данной программы является стимулирование кредитования. На сегодня темпы прироста кредитования нефинансовых корпораций остаются неудовлетворительными: – 1,3% в ноябре 2014 г., хотя наблюдается определенное восстановление после минимума –3,2% в феврале 2014 г. *. По состоянию на март 2016 г., итоговые данные за 2015 г. еще не опубликованы, но, по последним оценкам Еврокомиссии, сделанным в 2016 г., указанная корректировка данных преимущественно подтверждается. Так, рост ВВП Еврозоны в 2015 г. должен составить 1,6%, безработица уменьшится на 0,6%, инфляция будет равна 0,0%, бюджетный дефицит – 2,2%, а государственный долг стран Еврозоны – 93,5% ВВП. Также последний экономический прогноз Еврокомиссии практически без изменений оставляет большинство показателей на 2016 г. Исключение составляет инфляция: рост ВВП Еврозоны будет составлять 1,7%, безработица сократится еще на 0,5%, инфляция будет равна всего 0,5%, бюджетный дефицит – 1,9%, а государственный долг продолжит сокращаться до 92,7% ВВП. В целом следует признать, что реализация программы КС в Еврозоне в 2015 г. не дала заметных результатов, а инфляция продолжает существенно отставать от целевых показателей **.

* European economic forecast, Winter 2015, European Commission : Официальный сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/eel_en.pdf.

** European economic forecast, Winter 2016, European Commission : Официальный сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip020_en.pdf.

Провозглашая политику КС, ЕЦБ особенно предостерег правительства стран от существенного увеличения общих объемов государственных долгов. Поскольку есть угроза превращения текущего финансового кризиса в кризис государственных финансов, в последнее время, в частности в условиях стагнации, значительно выросли суверенные долги многих стран мира. Так, серьезные долговые проблемы есть у США, Японии, Великобритании, Испании и Италии [8, с. 7].

Обратим внимание на целевое влияние политики КС ЕЦБ на государственные долги стран-участниц, связанное с одной из особенностей механизма ее реализации. Выкуп государственных долгов в рамках этой программы позволяет их реструктуризировать на большие сроки, снизить процентные ставки по ним и, как следствие, улучшить суверенные кредитные рейтинги и способствовать общему снижению рыночных кредитных ставок.

Перспективы новой монетарной политики ЕЦБ

Ученые и аналитики неоднозначно оценивают перспективы и эффективность новой монетарной политики и ее трансграничное влияние. Положительные оценки ее перспектив базируются на предположении, что стимулирование экономического роста в развитых странах способствует формированию стабильных макроэкономических и финансовых условий, способствующих расширению совокупного спроса, в том числе и на экспортную продукцию развивающихся стран. Тем самым достигается глобальный положительный эффект.

Проанализировав опыт проведения политики КС, можно констатировать, что для стран-реципиентов интенсивное вливание ликвидности, обеспеченное максимально возможным снижением процентных ставок, оказывает положительное влияние на стабилизацию финансовых рынков, предотвращает массовые банкротства и падение цен на активы, однако не приводит к активизации кредитной и инвестиционной деятельности в экономике.

Нужно обратить внимание на следующие риски политики количественного смягчения в ЕС:

- политика КС может бесконтрольно ускорить инфляцию, если переоценить объемы вливания денег в экономику;
- количественное смягчение не оправдывает себя, если эмитированные в экономику деньги пойдут не на расширение кредитования, а на надувание "фондовых пузырей" или накопление банками наличной ликвидности;
- девальвация валют стран, где действует программа количественного смягчения, может привести к "валютным войнам";
- убытки для кредиторов страны и импортеров, при этом экспортеры и дебиторы остаются в выигрыше.

Увеличение экспортного потенциала и привлекательности экономик развивающихся стран может привести к притоку больших объемов, эмитированных на развитых рынках капитала, который может оказывать существенное давление на национальные валюты, что вызовет перегрев финансовых рынков. При этом углубится дифференциация размера процентных ставок на рынках как ведущих стран, так и развивающихся. Это будет еще больше стимулировать неуравновешенный переток капитала, кредитные бумы, возникновение "финансовых пузырей" на рынках активов последних.

Существенным ограничивающим фактором служит несоответствие имеющегося инструментария монетарной политики современным вызовам финансово-

экономического кризиса, обусловленного дисбалансом и отделением финансового сектора от реальной экономики.

Несмотря на то, что ЕЦБ утвердил для себя лимиты выкупа на уровне 33% по одному эмитенту и 25% по одному выпуску ценных бумаг, есть опасения относительно возможного расширения выкупа при реализации негативных сценариев. Таковыми могут стать замедление экономического роста в США или Китае и новые дефляционные риски в самом ЕС. Надо отметить, что в ЕС наблюдается дефицит долговых инструментов с кредитным рейтингом инвестиционного класса, поэтому расширение выкупа может осуществляться за счет покупки инструментов с отличными характеристиками. Регулятор заявил о покупке ценных бумаг, имеющих доходность не ниже 0,2%, но объемы облигаций с отрицательной доходностью занимают весомую долю в активах, достигая в некоторых странах Еврозоны 40% (рис. 3).

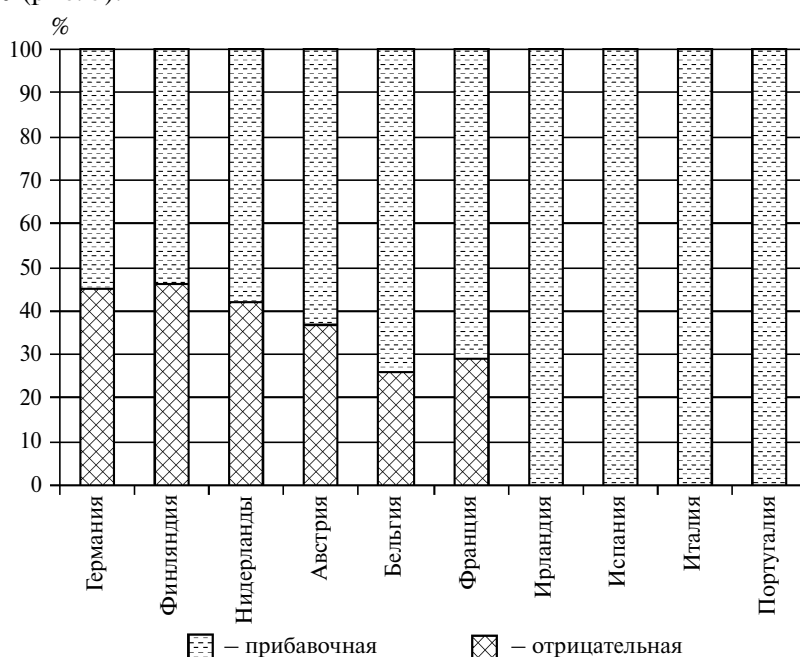


Рис. 3. Активы с отрицательной доходностью в странах – членах ЕС

Составлено по данным ЕЦБ [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1587.pdf>, <http://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/shared/pdf/2financialstabilityreview201411.en.pdf??2b15ed610c1ca69aa18fc9e835f9447c>.

В целом объем облигаций ЕС, имеющих отрицательную номинальную процентную ставку, по некоторым оценкам, составляет 1,2 трлн. евро (25% от общего количества облигаций ЕС), тогда как еще в октябре 2014 г. не превышал 500 млрд. евро*. Исходя из данного факта, вероятным сценарием развития событий следует признать переток значительного объема эмитированных средств из европейского рынка капитала на американский, где наблюдается экономическое оживление и ожидается рост процентных ставок.

Сегодня инвесторы начали выводить свои активы из евро. Эту тенденцию подхватили мировые центробанки. Доля евро в резервах мировых центробанков

* Объем суверенных бондов с отрицательной доходностью в Еврозоне достиг рекордных 1,2 трлн. евро [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://bin.ua/news/finance/finances/166387-obem-suverennyx-bondov-s-otricatelnoj-doxodnostyu.html>.

упала на 28% по сравнению с пиковым 2009 г. и достигла минимального уровня IV квартала 2011 г., когда в Европе начался долговой кризис. Падение евро по сравнению с другими валютами и низкая доходность облигаций стран – членов ЕС сделали их неинтересными для инвесторов. Доходность облигаций Германии и Нидерландов составляет лишь 0,25%, доходность испанских и итальянских ценных бумаг, оцениваемых как облигации с более высоким риском, – всего 1,25% *.

На европейских фондовых рынках уже наблюдается отток средств, вложенных в европейские облигации, темпы которого превышают приток инвестиций в европейский рынок акций (рис. 4). В основном инвестиционный ресурс перераспределяется в более доходные рынки США и стран Азии.

Успешные страны ЕС, ожидая развертывания политики КС ЕЦБ, установили отрицательную доходность по краткосрочным облигациям. В частности подобным образом действовала Финляндия. При этом спрос на ее государственные облигации под отрицательную доходность в 1,5 раза превысил предложение. Это говорит о наличии у инвесторов значительных объемов избыточной ликвидности.

В то же время менее успешные страны европейской периферии (Испания, Италия, Ирландия и др.) держат ставки выше нуля. Среди стран ЕС с развивающимися рынками только Польша первой разместила в мае 2015 г. государственные облигации под отрицательную процентную ставку (на сумму 605 млн. дол. под -0,213%).

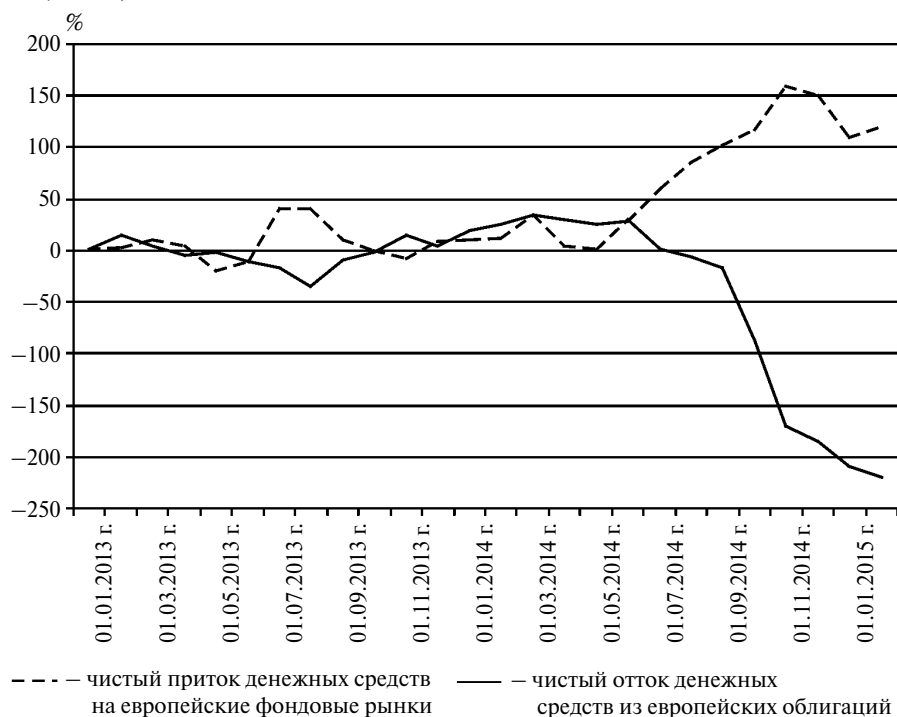


Рис. 4. Динамика объемов притока (оттока) денежных средств на фондовых рынках стран ЕС в 2013–2015 гг.

ЕЦБ : Официальный сайт [Электронный ресурс] – Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/stats/services/escb/html/index.en.html>.

Несмотря на то, что программа ЕЦБ, запланированная в рамках политики КС, подобна программам КС, которые реализовывались в США и Японии, су-

* Для сравнения: десятилетние казначейские облигации США имеют доходность 2,13%.

ществует ряд особенностей, затрудняющих ее реализацию в Еврозоне. Это вызвано меньшей степенью централизации монетарных властей и, как следствие, несовершенным механизмом принятия решений. Кроме того, нужно учесть широкий круг реципиентов финансовой помощи с различными кредитными рейтингами, что затрудняет рациональный выбор стран, долги которых будут покупаться.

Весомым фактором выступает и различие стран – членов ЕС по уровням экономического развития, безработицы, номинального ВВП на душу населения и т. п. Каждая из стран Еврозоны проводит самостоятельную бюджетную политику. Европейские страны – члены ЕС имеют существенные структурные диспропорции. Программа количественного смягчения может привести к еще большему усилению такого различия. Поэтому в последнее время отмечается необходимость структурных реформ, направленных на решение актуальных экономических проблем европейских экономик. Без этого такая политика может иметь негативные последствия, чем еще больше усилит экономическое неравенство между странами ЕС.

Ввиду рисков, прогнозы ЕЦБ и Европейской комиссии по результатам европейского КС сдержанно позитивные. Глава МВФ К. Лагард в официальном пресс-релизе одобрила объявленные меры и отметила, что основные усилия правительств стран ЕС должны быть направлены на реализацию бюджетных и структурных реформ*. Канцлер ФРГ А. Меркель также подчеркнула важность собственных экономических реформ правительств стран-членов, независимо от новой политики ЕЦБ. Кроме того, следует подчеркнуть, что М. Драги на презентации новой монетарной политики отметил необходимость поддержки бюджетных реформ политиками европейских стран как главного условия их эффективности.

Некоторые эксперты и инвесторы оценивают действенность программы весьма скептически. В частности, П. Кругман отмечает, что, несмотря на верный выбор политики КС, она недостаточно агрессивна, вводится с опозданием и не согласована с либерализацией фискальной политики, поэтому нельзя ожидать от нее существенных положительных результатов. Подобное мнение выразил Б. Гросс: «Слишком мало и слишком поздно... Не думаю, что количественное смягчение будет таким же эффективным в Европе, как в США. Количество ценных бумаг, которые можно купить, ограничено, а процентные ставки сегодня такие низкие, что вовсе не обязательно, что банки будут использовать деньги для инвестирования в реальную экономику»**.

По прогнозам «Standard & Poor's», сильного влияния программы КС на финансы стран европейской периферии не будет. Это касается всех стран, которые имеют большие долговые нагрузки и слабый спрос на кредиты.

В Докладе Бундесбанка*** критикуется применение ЕЦБ нетрадиционных монетарных инструментов и подчеркивается, что традиционные инструменты и программы по покупке ценных бумаг, принятые в сентябре 2014 г., достаточны в качестве мер по стимулированию, а программа QE содержит в себе больше рисков, чем положительного эффекта для стимулирования кредитования банками.

* Statement by IMF Managing Director Christine Lagarde on ECB Decisions [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr1512.htm>.

** Gross calls ECB QE “Too little, too late” [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://investorsfreshnews.com/2015/02/01/gross-calls-ecb-qe-too-little-too-late/>.

*** Deutsche Bundesbank Annual Report 2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Bundesbank/TCBC/annual_report_2014.pdf?__blob=publicationFile.

Специфика ЕС состоит в том, что бюджетная политика формируется для каждой страны отдельно, в отличие от монетарной, где единственная национальная валюта требует совместных монетарных мер. Это может привести к тому, что центробанк станет крупнейшим кредитором для стран – членов Еврозоны, сажая их на “кредитную иглу”. Изменение ситуации с проведением жесткой политики и повышением процентных ставок может вызвать давление стран-членов на центробанк.

Дж. Сорос считает, что эмиссия 1,1 трлн. евро будет иметь отрицательное влияние, углубит социальное расслоение, увеличив разрыв между богатыми и бедными (в том числе и на межнациональном уровне), поскольку “чрезмерная опора на монетарную политику обычно приводит к обогащению владельцев недвижимости и одновременно способствует снижению заработной платы” [9].

Следовательно, ожидания последствий новой монетарной политики ЕЦБ разные: от сдержанно положительных (официальных институтов) до скептических и негативных (специалистов и инвесторов). Со стороны последних, это можно расценивать и как формирование рыночных ожиданий, поскольку практически все они в своих высказываниях солидарны относительно неизбежного ослабления евро. Сразу после оглашения решения о введении новой монетарной политики курс евро снизился до 1,14 дол., то есть до уровня 2003 г. По прогнозам некоторых аналитиков Goldman Sachs, к концу 2017 г. евро в паре с долларом может достичь паритета.

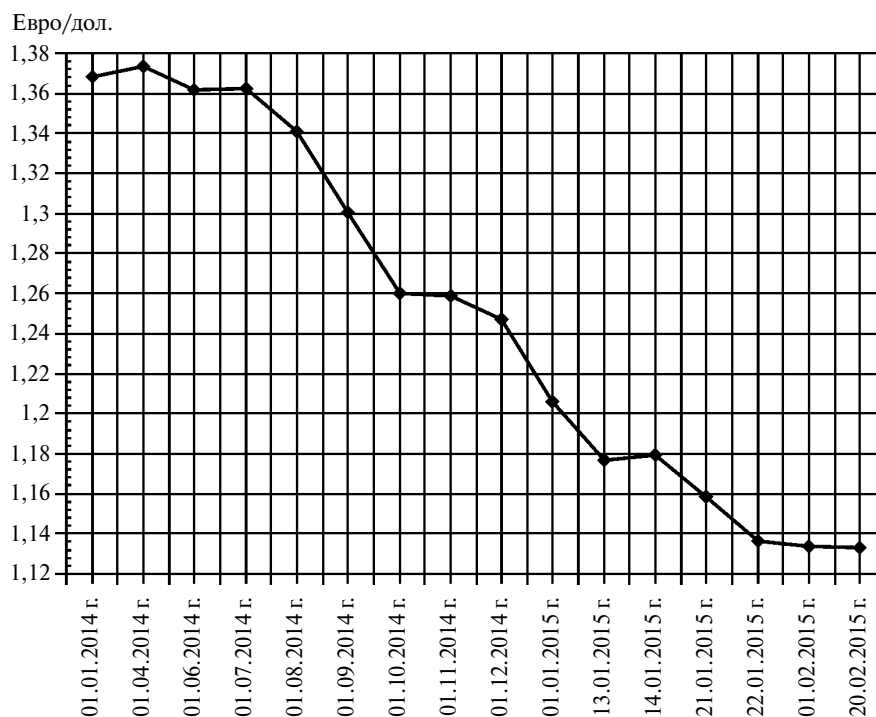


Рис. 5. Динамика курса евро к доллару накануне и после объявления ЕЦБ новой монетарной политики

ЕЦБ : Официальный сайт [Электронный ресурс] – Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>.

Хотя ЕЦБ отметил, что речь не идет о целевой девальвации евро, перспективы развертывания конкурентной девальвации в мире следует оценивать как вполне

вероятные. Последние несколько лет курс евро по отношению к доллару оставался довольно высоким, и это сдерживало рост экспорта в странах Еврозоны. Сегодня девальвация евро многими экспертами признается как наиболее перспективный положительный результат политики КС. В этих условиях может быть принята попытка снизить курс национальных денежных единиц странами, не входящими в Еврозону.

Влияние политики КС на экономику стран ЕС

Несмотря на непродолжительный период, прошедший с начала реализации политики КС в ЕС, по доступной информации и сформированным ожиданиям можно сделать предварительные прогнозные выводы о перспективах ее влияния на экономику стран ЕС.

На сегодня самым весомым последствием, которое уже фактически реализуется, является существенное (до 20%) ослабление евро, а результатом – рост ценовой конкурентоспособности европейских производителей и удорожание импорта.

Значительные объемы эмитированной ликвидности могут стимулировать спрос на европейских рынках. Это должно создать условия для более широкого использования производственных мощностей. Вместе с подорожанием импортных товаров увеличение спроса может повлиять на рост инфляции, что подтверждается и прогнозными инфляционными ожиданиями на 2015–2020 гг.

Страны с наиболее развитыми экономиками, не входящие в Еврозону (Швейцария, Великобритания, Дания, Швеция и т. д.), от новой монетарной политики ждут угрозы притока значительных объемов капитала, преимущественно спекулятивного, и ревальвации курса национальных валют, что может негативно сказаться на их экспортном потенциале. Для нивелирования этих рисков нужны изменения в монетарной политике стран.

Так, Дания, предотвращая приток чрезмерных объемов спекулятивного капитала, за период с января по февраль 2015 г. в четыре этапа снизила депозитную ставку с $-0,05\%$ до $-0,75\%$ и кредитную ставку с $0,2\%$ до $0,05\%$.

Национальный банк Швейцарии (НБШ) 15 января 2015 г. отменил установленный с 2011 г. максимум в 1,2 швейцарского франка за евро, что в первый же день привело к ревальвации швейцарского франка на 39%. С начала мирового финансового кризиса 2008 г. швейцарский франк сохранял свою привлекательность как надежная и устойчивая валюта. Большие объемы вложений в него требовали значительных затрат ресурсами центробанка на поддержку установленного предела в 1,2 франка за евро. В предвидении дальнейшего ослабления евро и притока еще больших объемов капитала монетарная власть Швейцарии заранее попыталась предупредить рост расходов. В соответствии с указанной мерой, НБШ также снизил процентную ставку по бессрочным депозитам с $-0,25\%$ до $-0,75\%$, а целевой диапазон ключевой ставки НБШ с $(-0,75\%) - (-0,25\%)$ до $(-1,25\%) - (-0,25\%)$ *. Несмотря на принятые меры, в марте 2015 г. НБШ ухудшил свой прогноз роста ВВП на 2015 г. и сообщил о высоком риске дефляции в 2016 г. на уровне $0,5\%$.

Швеция в феврале 2015 г. перешла к отрицательной учетной ставке, снизив ее с 0 до $-0,1\%$. В то же время еще до начала европейских программ КС правитель-

* Национальный банк Швейцарии : Официальный сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates#t2.

ство Швеции выпустило государственные облигации на сумму 1,04 млрд. дол., которые выкупил ее ЦБ. Таким образом, для успешных стран ЕС, которые не входят в Еврозону, новая монетарная политика представляет серьезные финансовые вызовы, связанные с притоком спекулятивного капитала, способным оказывать давление на национальные валюты. При этом распространение отрицательных ставок на сбережения может усилить мотивацию экономических субъектов к расходам и инвестициям.

В то же время для стран Центральной и Южной Европы, пострадавших вследствие кризиса, и менее развитых стран Восточной Европы, не входящих в Еврозону, политика КС от ЕЦБ открывает широкие перспективы. Так, для стран PIGS (Португалия, Ирландия, Италия, Греция и Испания), которые понесли ощутимые потери из-за текущего кризиса и страдают от высокого уровня задолженности, следовательно, нуждаются в финансовой помощи, данная монетарная политика может иметь положительный результат в связи с перспективами снижения долговой нагрузки как на государственном уровне, так и на уровне бизнеса и домохозяйств. Это связано с тем, что банковские кредиты в Европе предоставляются в основном под плавающие ставки, а новая политика КС ориентирована на их снижение.

В период роста курса евро к доллару рос и курс евро к юаню, соответственно, в Европе китайский импорт имел значительные экономические преимущества перед товарами стран ЕС. Это особенно подрывало экономический потенциал менее развитых стран Восточной Европы (Венгрии, Румынии, Чехии, Польши, Болгарии и др.). Размещение в них производственных мощностей утрачивало экономическую целесообразность, а инвестиционный капитал из ЕС перетекал на азиатские рынки [10]. В условиях подорожания китайского импорта растут конкурентные преимущества европейской продукции.

Выводы

В современных реалиях сложно оценить степень эффективности политики КС. Важно отметить, что политика КС в США была введена с целью формирования необходимых условий для осуществления инвестиций в расширение производства и финансовое стимулирование экономического роста. Данного эффекта пока достичь не удалось: эмитируемая ликвидность не превратилась в ожидаемое кредитование реального сектора экономики, а лишь активизировала краткосрочное кредитование и стимулировала рост фондового рынка США. Кроме того, неопределены пути прекращения программ КС. Несмотря на официальное завершение КС, ФРС планирует поддерживать объемы активов на балансе, что позволяет говорить об отсутствии доступных механизмов абсорбции эмитированной ликвидности.

Вместе с тем следует признать, что монетарные меры, предпринятые ФРС США в 2007–2013 гг., позволили оперативно спасти банковскую систему, избежать обвала цен на активы, обеспечили кредитное финансирование экономической деятельности.

Политика количественного смягчения ЕЦБ также может иметь положительный эффект, но насколько он будет продуктивным и длительным, сегодня определить невозможно. Одним из прямых эффектов масштабной эмиссии Центрального банка ЕС станет ослабление курса евро, что принесет бонусы экспортерам стран-членов, снизит доходы по облигациям, уменьшит долговую нагрузку в странах ЕС с высоким уровнем долга (страны PIGS).

Нужно ожидать продолжения растущего тренда фондового рынка в странах, где применяется программа: во-первых, увеличение производства стимулирует приток инвестиций; во-вторых, ликвидность, которая не идет на кредитование, абсорбируется на фондовом рынке.

Результаты политики КС ФРС США дают основания предположить, что европейские коммерческие банки в условиях новой политики сохраняют признаки функциональной деформации: вместо кредитования и инвестирования в реальную экономику они могут продолжать предпочитать хеджирование рисков, вкладывая средства в надежные активы, в частности государственные облигации. В то же время, если предположить, что в случае запланированного снижения доходности европейских государственных облигаций изменится структура портфелей в пользу корпоративных облигаций, то производственный сектор может получить финансовую поддержку (для удовлетворения роста потребительского спроса) через фондовый рынок. В целом рост реального ВВП в Еврозоне имеет конкретные перспективы.

Вместе с тем следует отметить, что даже такой масштабной программы может оказаться недостаточно для ликвидации основных проблем европейской экономики: низкие темпы экономического роста, устойчивые высокие показатели безработицы и уровни государственных долгов, а также необходимость структурных реформ (оптимизация бюджетных расходов, активизация рынка труда). Именно решение последней проблемы может обеспечить предпосылки для длительного и масштабного подъема европейской экономики. Большой потенциальный риск политики КС в Европе заключается в том, что, как и в других странах, она может снизить стимулы для проведения этих реформ и отложить их реализацию. В частности, такие опасения высказывает правительство Германии и касаются они таких стран, как Италия, Испания, Франция и Греция, где проблемы государственного долга и рынка труда требуют существенных структурных реформ.

Политика количественного смягчения, проводимая США, Японией, Великобританией в 2008–2013 гг., имела достаточно ограниченное влияние на финансовые рынки Украины из-за неблагоприятного инвестиционного климата, недоразвитости финансовых рынков и ограниченного перечня финансовых инструментов, а также длительных экономического, политического и банковского кризисов в стране. В то же время количественное смягчение, начатое ЕЦБ, может иметь большее значение для отечественных рынков. Укрепление связей и интеграция со странами ЕС повышают потенциальную доступность капитала, эмитированного ЕЦБ в рамках политики КС. Кроме того, для украинской экономики ощутимые последствия может иметь влияние девальвации евро к доллару, в частности, из-за снижения объемов выручки экспортеров, притока иностранной валюты в страну (от соотечественников, работающих в Европе), а также сокращение золотовалютных резервов вследствие переоценки их составляющей в евро. При этом в качестве положительного результата следует отметить некоторое уменьшение государственного долга, номинированного в евро. Также нужно подчеркнуть вероятность появления заметных объемов относительно дешевых кредитных ресурсов у дочерних структур европейских коммерческих банков и МФО, что может оживить кредитование.

Таким образом, изменение монетарной политики ЕЦБ, скорее, не ограничится только объявленной программой, поэтому следует ожидать введения новых мер, в частности, расширения программ. Нужно также иметь в виду, что воз-

можный провал новой монетарной политики ЕЦБ и углубление финансово-экономического кризиса в Еврозоне будут оказывать негативное влияние на состояние экономики Украины.

Следовательно, больше внимания необходимо уделить анализу монетарных мер и разворачиванию монетарных процессов в ЕС, поскольку в условиях расширения интеграционных связей, усиления открытости финансовой системы Украины и довольно противоречивых процессов в Еврозоне нам нужно усилить готовность адекватно реагировать на связанные с этим вызовы или, наоборот, новые перспективы. Дальнейший анализ опыта применения развитыми странами мира нетрадиционных монетарных инструментов, рисков выхода из программы количественного смягчения и возможных последствий внедрения новой монетарной политики может стать ориентиром для применения такого инструментария в Украине в будущем.

Список использованной литературы

1. *Вожжов А.П., Гринько Е.Л., Черемисова Д.В.* Трансформация денежного обращения и изменение парадигмы стимулирования экономического роста: исторический аспект и требования современности // Бизнес Информ. — 2013. — № 12. — С. 8–16.
2. *Davies G.* The long farewell to quantitative easing [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://blogs.ft.com/gavindavies/2013/12/19/the-long-farewell-to-quantitative-easing>.
3. *Роуч С.* Міфи про кількісне пом'якшення [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://forbes.ua/ua/opinions/1387545-mifi-pro-kilkisne-pomyakshennya>.
4. *Кораблин С.* Какая экономика, такой и курс // Зеркало недели [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kakaya-ekonomika-takoy-i-kurs-.html>.
5. *Fratzcher M., Duca Lo M., Straub R.* On the International Spillovers of US Monetary Easing / ECB // Working Paper. — 2013. — № 1557 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1557.pdf>.
6. *Шкляр А.* Вплив програми "кількісного пом'якшення" на ринки, що розвиваються: деякі висновки для України // Вісник Інституту економіки та прогнозування. — 2014. — С. 78–83.
7. *Браун Г.* Мировую экономику тормозит политическая негибкость [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://e-finance.com.ua/show/151442.html>.
8. *Азаренкова Г., Шкодін І., Гойхман М.* Вплив політики кількісного пом'якшення на фінансовий ринок // Вісник НБУ. — 2013. — № 12. — С. 4–8.
9. *Джордж Сорос* застеріг від друкування нових євро // Зеркало недели [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://zn.ua/WORLD/dzhordzh-soros-predostereg-ot-pechataniya-novyh-evro-164806.html>.
10. *Шапран В.* Євро на американських гірках. Зліт чи нове падіння? // Європейська правда. — 2015. — 23 березня [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.eurointegration.com.ua/articles/2015/03/23/7032156/>.

References

1. *Vozhzhov A.P., Grin'ko E.L., Cheremisova D.V.* *Transformatsiya denezhnogo obrashcheniya i izmenenie paradigmy stimulirovaniya ekonomicheskogo rosta: istoricheskii aspekt i trebovaniya sovremennosti* [Transformation of the monetary turnover and change in the paradigm of of stimulation of the economic growth: historical aspect and

requirements of the present time]. *Biznes Inform – Business Inform*, 2013, No. 12, pp. 8–16 [in Russian].

2. Davies G. The long farewell to quantitative easing, available at: <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2013/12/19/the-long-farewell-to-quantitative-easing>.

3. Roach S. *Mify pro kil'kisne pom'yakshennya* [Myths on the quantitative easing], available at: <http://forbes.ua/ua/opinions/1387545-mifi-pro-kilkisne-pomyakshennya> [in Ukrainian].

4. Korablin S. *Kakaya ekonomika, takoi i kurs* [Which the economy, such the rate]. *Zerkalo Nedeli – Week's Mirror*, available at: http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kakaya-ekonomika-takoy-i-kurs-_.html [in Russian].

5. Fratzcher M., Duca Lo M., Straub R. On the international spillovers of US monetary easing. ECB. Working Paper, 2013, No. 1557, available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1557.pdf>.

6. Shklyar A. *Vplyv programy “kil'kisnogo pom'yakshennya” na rynky, shcho pozvyvayut'sya: deyaki vysnovky dlya Ukrainy* [Influence of the “quantitative easing” program on the developing markets: some conclusions for Ukraine]. *Visn. Inst. Ekon. ta Prognoz. – Bull. of Inst. for Econ. and Forecast.*, 2014, pp. 78–83 [in Ukrainian].

7. Brown G. *Mirovuyu ekonomiku tormozit politicheskaya negibkost'* [The world economy is braked by a political stiffness], available at: <http://e-finance.com.ua/show/151442.html> [in Russian].

8. Azarenkova G., Shkodina I., Goikhman M. *Vplyv polityky kil'kisnogo pom'yakshennya na finansovyi rynek* [Influence of the quantitative easing policy on a financial market]. *Visn. NBU – Bull. of NBU*, 2013, No. 12, pp. 4–8 [in Ukrainian].

9. *Dzhordzh Soros zasterig vid drukuvannya novykh evro* [George Soros cautions against the printing of new euros]. *Zerkalo Nedeli – Week's Mirror*, available at: <http://zn.ua/WORLD/dzhordzh-soros-predostereg-ot-pechataniya-novyh-evro-164806.html> [in Ukrainian].

10. Shapran V. *Euro na amerykans'kykh girkakh. Zlit chy nove padinnya?* [Euro on roller coaster. Take-off or new fall?]. *Evrop. Pravda – European Truth*, March 23, 2015, available at: <http://www.eurointegration.com.ua/articles/2015/03/23/7032156/> [in Ukrainian].

*Статья поступила в редакцию 18 июня 2015 г.
и была обновлена 14 марта 2016 г.*
