

*Корнева І.В.*

**НЕТРАДИЦІЙНІ ІНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНОГО  
РЕГУЛЮВАННЯ: КЛАСИФІКАЦІЯ ТА НАПРЯМИ ВИКОРИСТАННЯ**

У статті розглядаються нетрадиційні інструменти монетарного регулювання, їх класифікація та напрями забезпечення ліквідності банківської системи та економічного зростання. Аналізується досвід центральних банків розвинених країн щодо використання даного інструментарію.

*Ключові слова:* нетрадиційні інструменти, монетарне регулювання, процентна політика, центральний банк, фінансова криза.

*Корнева И.В.*

**НЕТРАДИЦИОННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ МОНЕТАРНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ: КЛАССИФИКАЦИЯ И НАПРАВЛЕНИЯ  
ИСПОЛЬЗОВАНИЯ**

В статье рассматриваются нетрадиционные инструменты монетарного регулирования, их классификация и направления обеспечения ликвидности банковской системы и экономического роста. Анализируется опыт центральных банков развитых стран в использовании данного инструментария.

*Ключевые слова:* нетрадиционные инструменты, монетарное регулирование, процентная политика, центральный банк, финансовый кризис.

*Korneva I.V.*

**NON-REGULATION INSTRUMENTS OF MONEY REGULATION:  
CLASSIFICATION AND DIRECTIONS OF USE**

The article deals with non-traditional instruments of monetary regulation, their classification and directions of ensuring the liquidity of the banking system

and economic growth. The experience of central banks of developed countries in the use of this tool is analyzed.

***Keywords:** non-traditional instruments, monetary regulation, interest policy, central bank, financial crisis.*

**Постановка проблеми.** Фінансові кризи, які час від часу спостерігаються у світовій і національних економіках, посилюють увагу до державних інститутів, спроможних протистояти їх рушійному впливу. Особлива увага за таких обставин завжди приділяється центральному банку та його інструментарію, спрямованому на відновлення та поповнення ліквідності банківської системи.

Для запобігання колапсу під час кризи, центральні банки використовують традиційний інструментарій. Проте такий інструментарій, як свідчить аналіз негативних наслідків останньої світової фінансової кризи, не завжди є адекватним і спроможним швидко поповнити дефіцит ліквідності. Тому центральним банкам у своїй діяльності приходиться використовувати інші нетрадиційні інструменти, які змінюють стандартну уяву про межі втручання центрального банку у функціонування фінансового ринку при здійсненні монетарної політики. Дослідження практики використання такого інструментарію є надзвичайно актуальними.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій, виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Питанням нетрадиційної монетарної політики центрального банку та інструментарію в її реалізації присвячено багато праць зарубіжних і вітчизняних дослідників. Вагомий внесок у дослідження інструментарію монетарної політики зробили такі західні вчені і практики: Б.Бернаке, К. Боріо, П. Дис'ятат, Дж.Робінсон, П. Праєт.

Серед українських науковців, чий науковий доробок розкриває окремі аспекти монетарної політики та монетарного регулювання в умовах ринкових трансформацій потрібно виділити: А. Гальчинського, О. Дзюблюка, В. Козюка, Т. Кричевську, В. Міщенко, О. Мороза, М.Савлука, В.Шевчука.

Внесок науковців в дану проблематику є суттєвим, однак все ще залишаються недостатньо дослідженими питання практичного використання нетрадиційних інструментів монетарного регулювання.

**Метою дослідження** є дослідження нетрадиційних інструментів монетарного регулювання у практичній діяльності центральних банків та їх результативності під час світової фінансової кризи.

**Виклад основного матеріалу.** У період фінансової кризи, що спостерігалася у 2007-2009 рр., монетарне регулювання центральних банків ряду західних країн зазнало значних трансформаційних змін. Справа в тому, що в умовах відносної економічної рівноваги та середніх темпів зростання ВВП (на рівні 2,0-3,0%), характерних для 2004-2007 рр., загальноприйнята концепція монетарного регулювання полягала в підтримці стабільного рівня ліквідності банківського сектора та корекції цільової процентної ставки на міжбанківському кредитному ринку. Цільова короткострокова процентна ставка, оголошена центральними банками (ЦБ), виконувала важливу сигнальну функцію. Вона інформувала банківську спільноту про орієнтири монетарної політики, спрямованої на забезпечення цінової стабільності цін та недопущення надмірних рівнів інфляції або дефляції [1].

Для підтримування процентної ставки у встановленому коридорі, ЦБ використовували механізм регулювання нормативів резервів, які банки зобов'язані зберігати у певному процентному відношенні до своїх депозитних зобов'язань. Здійснюючи операції з купівлі-продажу державних облігацій на відкритому ринку, ЦБ впливали на стан банківських резервів, а це, у свою чергу, здійснювало вплив на ліквідність та рівень процентних ставок на ринку міжбанківських кредитів. Такий механізм монетарного регулювання відповідав традиційній уяві про роль ЦБ як «кредитора останньої інстанції».

Крім орієнтації на підтримку певного рівня короткострокових процентних ставок, ця політика має ряд інших особливостей. Зокрема, до них слід віднести пасивний характер дій ЦБ щодо забезпечення потреби банків у

грошових ресурсах. З настанням кризи в 2007 р. монетарні влади західних країн опинилися перед необхідністю активного поповнення грошовими ресурсами банків на міжбанківському ринку, дефіцит яких виник в умовах підвищених ризиків, зростаючих спредів за борговими зобов'язаннями та втрати довіри кредиторів до потенційних боржників. У зв'язку з цим розпочалося суттєве зниження центральними банками процентних ставок за операціями рефінансування, значне збільшення розмірів і термінів кредитної допомоги та лібералізація інших умов отримання кредитів для банків.

Ці заходи, що завжди входили у традиційний набір інструментів боротьби з кризовими явищами, не призвели до суттєвого поліпшення ситуації в банківській сфері. З метою недопущення подальшого посилення панічних настроїв та обвалу важливих секторів фінансового ринку, ЦБ перейшли до широкомасштабних грошових інтервенцій у вигляді адресної кредитної допомоги банкам та спеціалізованим небанківським фінансовим установам. Великі грошові вливання в господарський оборот, на думку монетарних органів влади, повинні були зупинити подальший розвиток кризових явищ і призвести до відновлення економічної активності. Таким чином, у результаті зазначених дій, традиційне монетарне регулювання трансформувалося у нетрадиційне, спрямоване на стимулювання зростання економіки.

Зазначимо, що нетрадиційне монетарне регулювання відрізняється від традиційної процентної політики. Це відноситься не тільки до механізму регулювання, масштабу операцій та колу одержувачів фінансових коштів, а ще й до визначення загальних завдань цільового впливу ЦБ на економічну кон'юнктуру. Крім того, проведена за ініціативою монетарних влад грошова експансія, як показує досвід, здійснила істотний вплив на величину та структуру балансів центральних банків, що сприяло зростанню їх ролі у загальному інструментарії монетарної політики.

Трансформоване монетарне регулювання у дослідженнях західних науковців отримало назву як «кількісне пом'якшення». Цей термін був

введений в оборот ще на початку ХХІ століття Банком Японії для визначення операцій зі збільшення банківських резервів шляхом підвищення обсягів з купівлі державних цінних паперів на відкритому ринку. Цей же термін використовував Банк Англії у 2009 р. по відношенню до заходів з розширення грошової емісії [2]. При цьому, Голова Ради керуючих ФРС Б. Бернанке у розпал кризи 2007-2008 рр. для заходів з кредитної допомоги фінансовим установам та купівлі великих обсягів казначейських зобов'язань використав термін «кредитне пом'якшення», а Європейський центральний банк (ЄЦБ) застосував для операцій довгострокового кредитування банків країн євросони термін «розширена кредитна підтримка». На сьогодні, у більшості сучасних наукових дослідженнях операції ЦБ під час кризи отримали назву «нетрадиційна монетарна політика» [3; 4], іноді – політика «кількісного пом'якшення» [5; 6].

У своїх роботах науковці намагалися класифікувати інструментарій нетрадиційного монетарного регулювання. Зокрема, К. Боріо і П. Дис'ятат на основі аналізу діяльності ЦБ різних країн на самому загостреному етапі фінансової кризи запропонували наступну класифікацію «незвичайних» (нестандартних) монетарних заходів (інструментів) [7]. Перше місце в даній класифікації за обсягом виділених ресурсів та охопленню фінансових установ займають заходи з кредитної допомоги, які поділяються на: 1) заходи з кредитування на міжбанківському ринку та 2) заходи з кредитування небанківських установ фінансового ринку. Перша група заходів спрямована на збільшення обсягу та термінів операцій з рефінансування банків і використання пільг щодо видів та якості забезпечення за наданими кредитами. Різні варіанти цих заходів активно застосовувалися центральними банками США, Великої Британії, Канади, Швейцарії, Японії та країн ЄС протягом кризи для поповнення ліквідності банківського сектора та зниження ризиків кредитування на міжбанківському ринку. Стосовно другої групи заходів, спрямованих на відновлення ліквідності небанківських фінансових установ, то вони особливо активно застосовувалися у США і

Великій Британії, де фондовий ринок є основним джерелом фінансування інвестицій.

У країнах континентальної Європи, де базовою структурою фінансового посередництва є банківська система, заходи з кредитного забезпечення орієнтувалися переважно на надання допомоги банківським установам.

На другому місці у запропонованій класифікації знаходяться заходи з управління боргом. В них включені операції з купівлі центральними банками різних видів боргових зобов'язань для власного портфеля. Спочатку ці операції проводилися в основному з державними облігаціями, але пізніше, особливо після 2011 року, асортимент придбаних цінних паперів значно розширився за рахунок таких довгострокових інструментів, як банківські облігації, зобов'язання нефінансових підприємств приватного сектора, активи, забезпечені іпотекою, тощо. Левова частка цих операцій з метою збільшення розмірів грошової емісії, поповнення ресурсів фінансових установ та зміни структури балансів господарських суб'єктів, припадала на центральні банки США, Великої Британії, Японії та країн ЄС.

Третє місце у класифікації автори відвели валютним операціям ЦБ банків у вигляді валютних свопів для обміну національної валюти на валюту інших держав. Ці операції мали на меті задовольнити зростаючий в період фінансової кризи попит на іноземну валюту з боку імпортерів, фінансових установ та населення. ФРС США надавала іншим ЦБ за укладеними з ними угодами про валютні свопи американські долари, ЄЦБ – євро, а Швейцарський національний банк – швейцарські франки, причому основна частина цих транзакцій складалася з операцій з американською валютою. Участь у операціях такого роду приймали також ЦБ банки деяких країн, що розвиваються, наприклад, Бразилія, Мексика, Угорщина з метою запобігання відтоку капіталів за кордон.

Четверте місце у запропонованій класифікації відводиться резервній політиці. Під час кризи її використовували для цільового розширення грошової емісії лише деякі центральні банки. Так, Банк Англії, як вже

ззначалося, проводив з цією метою купівлю великих обсягів казначейських зобов'язань. Використані в ході цих операцій кошти розміщувалися в ЦБ на резервних та депозитних рахунках банків, залишки на яких є складовою частиною «широких грошей» (МЗ).

Розглянута класифікація заходів (інструментів) нетрадиційного монетарного регулювання та їх практичне використання протягом тривалого часу, як свідчить практика, піддаються змінам залежно від поточних завдань монетарної політики, вибору конкретних фінансових інструментів впливу на господарську кон'юнктуру та особливостей структури фінансового сектору окремих країн. Разом з тим, спільним результатом, отриманим від реалізації нетрадиційного монетарного регулювання, стало безпрецедентне зростання балансів центральних банків. За даними ЄЦБ, з моменту початку кризи і до 2015 р., сума активів чотирьох найбільш впливових в світі ЦБ, які застосовували інструменти нетрадиційного монетарного регулювання, збільшилися у багато разів, зокрема у ФРС США та Банку Англії – у 5 разів, Банку Японії – у 3,5 рази, ЄЦБ – у 2 рази. При цьому на різних етапах регулювання змінювалася структура активів і пасивів балансів ЦБ. Так, наприклад, на початку кризи в активах ФРС збільшилася частка кредитів у вигляді короткострокових та довгострокових репо-операцій, які проводилися для зменшення дефіциту ліквідності на міжбанківському ринку. Однак пізніше, після завершення ряду кредитних програм, безумовним пріоритетом у політиці ФРС стала купівля цінних паперів на відкритому ринку (переважно емісійних облігацій різного терміну та гарантованих зобов'язань федеральних агентств), завдяки чому її портфель збільшився з 797 млрд. дол. у 2007 р. до 4,3 трлн. дол. у 2015 р. За ці самі роки в пасивах балансу ФРС значно зросли залишки коштів на резервних і депозитних рахунках банків (з 21 млрд. дол. до 1977 млрд. дол.). Цей процес пояснює падіння попиту банківських установ на кредити ЦБ у зв'язку з накопиченням на їх рахунках великих грошових сум [10]. Таким чином, перехід до нетрадиційних заходів монетарного регулювання значно розширив набір активно використовуваних

ЦБ інструментів та сфери їх впливу на процеси фінансового посередництва та господарської кон'юнктури в цілому.

Використання нетрадиційного монетарного регулювання під час кризи у Європі мало певну специфіку. Так, на початку розгортання кризових явищ ЄЦБ почав концентрувати свої основні зусилля на задоволенні різко зростаючого попиту банків країн єврозони на ліквідні кошти. Після краху в вересні 2008 р. великого американського інвестиційного банку «Lehman Brothers» та черговий спалах панічних настроїв на світових фінансових ринках, ЄЦБ у співпраці з національними ЦБ країн єврозони знизив ставку за основними операціями з рефінансування з 3,25% у вересні 2008 р. до 0,5% в березні 2009 р. Крім того, на щотижневиках аукціонах кредитним організаціям надавалися кредити за фіксованою ставкою. Незважаючи на значний обсяг цих операцій та подальше зниження ставки рефінансування (у липні 2012 р. до 0%), зупинити процес скорочення європейськими банками кредитних операцій і добитися підвищення попиту на товари не вдалося. Тому в кінці 2011 р. ЄЦБ приступив до активного застосування нетрадиційних інструментів (заходів) регулювання. Були прийняті і реалізовані наступні програми:

1. Надання банкам країн єврозони в рамках операцій рефінансування трирічних кредитів LTRO (довготермінові операції з рефінансування), з можливістю дострокового погашення після закінчення одного року. За даною програмою було видано кредитів на загальну суму 520 млрд. євро.

2. Купівля ЄЦБ для власного портфеля державних облігацій, цінних паперів підприємств приватного сектору та облігацій банків (СБПП, програма купівлі закритих облігацій). За цією програмою ЄЦБ витратив 286 млрд. євро.

3. ЄЦБ приступив до купівлі суверенних облігацій країн єврозони на вторинному ринку. Ця акція була призвана заспокоїти інвесторів у період загострення кризи суверенних боргів європейських країн.

Виконання зазначених програм істотно збільшило фінансову базу банків



європейських країн. Тим не менш, їх кредитні операції продовжували скорочуватися з-за рецесії, що сталася в економіці, а також падіння попиту на банківські послуги і погіршення показників рентабельності банків. Тому у 2014 р. була прийнята програма надання банкам єврозони «цільових» чотирирічних кредитів (TLTRO), які заміняли трирічні LTRO. «Цільовими» вони були названі тому, що умови їх випуску прямо спрямовувалися на подальше стимулювання банківського кредитування нефінансових підприємств та населення. Крім того, ЄЦБ оголосив про початок придбання приватних боргових зобов'язань, головним чином паперів, забезпечених іпотекою (ABSPP, програма придбання цінних паперів), і про подальше збільшення купівлі суверенних боргів країн єврозони (PSPP, програма купівлі державних цінних паперів).

Особливо слід зупинитися на ще одному інструменті, який протягом ряду років використовував ЄЦБ, щоб стимулювати банки до кредитування наявними у них вільними ресурсами. Мова йде про проценти, які нараховувалися за депозитними рахунками банків в центральному банку (DFP, програма депозитного рахунку). У 2012 р. ставка за ними була знижена до 0%, а потім була зроблена негативною, в результаті чого банкам стало не вигідно зберігати кошти на цих рахунках. Вони почали в масовому порядку переводити гроші на безпроцентні поточні рахунки і частково використали їх для надання кредитів.

У 2015-2016 рр. термін операцій за програмою TLTRO був продовжений до 2017 р., а загальна сума наданих кредитів до кінця 2015 р. становила 417,9 млрд. євро. Регулярно здійснювалася купівля ЄЦБ державних та приватних цінних паперів (PSPP і ABSPP) та банківських облігацій (CBPP-3). У 2016 г. ставка за основними операціями з рефінансування була знижена до мінус 0,4%, а загальна сума місячних покупок цінних паперів за програмою APP була збільшена ще на 20 млрд. євро і доведена до 80 млрд. євро. На додачу до попередніх програм в APP була включена програма придбання облігацій нефінансових компаній країн єврозони, що мають інвестиційний статус та

номіновані в євро (CSPP, програма купівлі корпоративного сектору) [12].

Отже, використання нетрадиційних інструментів монетарного регулювання ЄЦБ мало завдання: по-перше, нормалізувати умови функціонування банківського сектора та фінансових ринків, по-друге, забезпечити підйом господарської активності в реальному секторі економіки. Щодо досягнення першого завдання, то аналіз показав, що програми TLTRO та APP призвели до значного зростання ресурсної бази європейських банків, а це, в свою чергу, сприяло активізації їх кредитної діяльності [12]. Операції ЄЦБ сприяли також збільшенню грошової маси в обігу, що розглядається як важливий фактор стимулювання попиту на товари та послуги та протидії дефляції. Річний темп приросту грошового агрегату M1 у IV кварталі 2015 р. і у I кварталі 2016 г. знаходився на рівні 10-12 %, а «широкого» агрегату M3 – 5%. При цьому більша частина приросту M3 мала місце за рахунок депозитного компонента. Проте, політика ЄЦБ щодо зниження ринкових ставок на фінансових ринках мала негативні наслідки для банків єврозони, оскільки це призвело до погіршення їх показників рентабельності. За період з I кварталу 2015 р. по I квартал 2016 г. прибуток банків знизився приблизно на 20% [13].

Що стосується другого завдання політики ЄЦБ, то як свідчать статистика, істотного поліпшення господарської кон'юнктури в реальному секторі економіки країн єврозони не відбулося. Не реалізувалися надії прибічників грошової експансії на прискорення інфляції (загальний показник споживчих цін у країнах єврозони стійко тримається на нульовій відмітці) та практично не реагує на надходження в обіг додаткової грошової маси. Не краще є справа і з економічним зростанням. Квартальний показник динаміки темпів зростання ВВП у 2013-2016 рр. коливався у вузьких межах (від -0,5% до + 0,5%) і відповідно прогнозу на найближчі роки буде залишатися на попередньому рівні. Це означає, що нетрадиційне монетарне регулювання мало слабку дію на процеси у нефінансовому секторі. Керівники ЄЦБ на конференціях неодноразово підкреслювали, що віра у безмежні можливості

монетарної політики без урахування ролі інших важливих економічних факторів недейсна. Як заявив голова ЄЦБ М. Драгі навесні 2015 р.: «Ситуація вимагає від керівників країн єврозони рішучих дій в області структурних реформ і підтримки сукупного попиту, тоді як розширення спектру монетарних інструментів є лише одним з елементів вжитих заходів» [16]. Дуже схожі думки висловлював президент німецького Бундесбанку Дж. Вейдманн. Вказуючи на дуже велике зростання портфеля цінних паперів у ЦБ Євросистеми і на те, що ці банки стали найбільшими кредиторами країн єврозони, він навів у приклад Японію, в якій монетарна політика не змогла вирішити структурні проблеми економіки, незважаючи на все нові й нові намагання монетарної влади. У світлі того, що державний борг Японії досяг майже 250% ВВП, портфель державних цінних паперів на балансі Банку Японії – 65% ВВП, а темп річних придбань цим банком облігацій вдвічі перевищує чистий приріст нових кредитів, Японія не може служити прикладом для єврозони [17].

**Висновки.** Аналіз практики використання нетрадиційних інструментів монетарного регулювання в розвинених країнах показав, що дії ЦБ сприяли стабілізації функціонування банків та фінансових ринків, але не усунули ряд серйозних проблем у банківській сфері. Що стосується кон'юнктури в реальному секторі економіки цих країн, то її помітного поліпшення досягнуто не було. Для цього, крім дії центральної банку, необхідно провести широкий комплекс структурних перетворень, спрямованих на підвищення продуктивності праці, зниження витрат виробництва, поліпшення інвестиційного клімату та вдосконалення методів корпоративного управління.

### Список використаних джерел

1. On the statute of ESCB and ECB // Official Journal of EU. 26 October 2012.
2. Benford J. Quantitative easing /J.Benford, S.Berry, K.Nikolov, C.Young// Bank of England Quarterly Bulletin. – 2009. – Q2.

3. The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures // ECB Economic Bulletin. – 2015. – № 3.
4. The role of the central bank balance sheet in monetary policy // ECB Economic Bulletin. – 2015. – № 4.
5. Quantitative Easing as a Policy Rule Under the Effective Lower Bound // Bank of Canada Staff Discussion Paper. November 2015.
6. The ABC of quantitative easing or the basics of central bank asset purchases // The National Bank of Belgium. Economic Review. 2016. № 1.
7. Borio C. Unconventional monetary policies: an appraisal /C.Borio, P. Disyatat// BIS Working Papers. November 2009. – № 292.
8. The role of the central bank balance sheet in monetary policy // ECB Economic Bulletin. 2015. № 4.
9. Board of Governors of the Federal Reserve System. Annual Reports for 2007 and 2015.
10. Praet P. The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures /P. Praet// Frankfurt am Maine. 7 April 2016.
11. ECB Economic Bulletin. – 2016. – № 2.
12. Monetary policy decision. Press release ECB. 8 September 2016.
13. Liquidity conditions and monetary policy operations in the period from 28 October 2015 to 26 January 2016 // ECB Economic Bulletin. 2016. № 2. Box 3.
14. Bank Lending Survey. April 2016.
15. Praet P. Monetary policy and the euro area banking system /P. Praet// Madrid. 4 October 2016.
16. Draghi M. Introductory statement to the press conference /M. Draghi// Frankfurt am Main. 15 April 2015.
17. Weidmann J. Give policy decision time. Bundesbank /J. Weidmann// Berlin. 4 October 2016.

*Корнєва Ірина Володимирівна* - головний економіст Департаменту відкритих ринків Національного банку України