

УДК 336:741.23

Козій Н. С.
*аспірант кафедри фінансів,
асистент кафедри фінансових ринків
Університету державної фіскальної служби України*

Koziy N. S.
*Postgraduate of Department of Finance,
Assistant of Department of Financial Markets
University of State Fiscal Service of Ukraine*

СВІТОВИЙ ДОСВІД СТАБІЛІЗАЦІЇ ГРОШОВОГО ОБІГУ

GLOBAL EXPERIENCE IN MONEY CIRCULATION STABILIZATION

Анотація. У роботі проаналізовано досвід зарубіжних країн, а саме Японії, США та країн Євросони, щодо стабілізації грошового обігу шляхом проведення центральними банками заходів нестандартної монетарної політики. За підсумками реалізації антикризових і стабілізаційних заходів зроблено висновки, що більшість центральних банків проводили нетрадиційну монетарну політику в частині кількісного і кредитного пом'якшення, яка в довгостроковому періоді має низку недоліків, серед яких: активне нарощування ліквідності; зростання кредитних ризиків; зниження ефективності передавальних каналів трансмісійного механізму.

Ключові слова: монетарна політика, грошово-промислова політика, грошовий обіг, фінансова криза, зарубіжний досвід.

Вступ та постановка проблеми. Питання вдосконалення регулювання грошового обігу постійно знаходилося в центрі уваги науковців, фахівців і практиків зарубіжних країн. Проте особливо гостро питання грошової стабілізації постало в період світової фінансової кризи 2008–2009 рр., яка супроводжувалася безпрецедентним падінням активності фінансових і грошово-кредитних ринків, різкими стрибками валютних курсів та цін, структурними дисбалансами грошового обігу окремих країн та кризовими процесами в реальному секторі економіки. Тривалість і глибина цієї кризи, труднощі відновлення рівноваги товарно-грошових ринків засвідчили недоліки монетарної політики центральних банків розвинених країн. У цих умовах актуалізувалося завдання перегляду концептуальних засад стабілізаційної (антикризової) монетарної політики в частині заходів щодо стабілізації грошового обігу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Заходи нестандартної монетарної політики застосовувалися в багатьох країнах із різною ефективністю, що актуалізує завдання аналізу їх наслідків і каналів впливу на економіку. Ґрунтовний аналіз даних заходів міститься в наукових дослідженнях В. Ключова [1], М. Ленза [2], С. Боріо [3], Б. Бернанке [9], Ю. Щербовіч [4], К. Іші [5], Р. Морено [6]. Огляд заходів нестандартної монетарної політики, які застосовували центральні банки починаючи з 2007 р., представлений у роботі М. Стона, К. Фуджіта та К. Іші [7]. Дослідження впливу інституційних факторів на вибір типу монетарної політики в країнах, що розвиваються, міститься в роботі Б. Коулібелі [8].

Метою даної роботи є аналіз та оцінка світового досвіду стабілізації грошового обігу в контексті нетрадиційної монетарної політики й антикризових програм.

Результати дослідження. Для вирішення питання в частині заходів щодо стабілізації грошового обігу центральні банки розвинених країн (Федеральна резервна система у США, Європейський центральний банк, Банк Англії, Банк Канади, Банк Японії та ін.) активізували співпрацю для розробки рекомендацій щодо підвищення ефективності впливу монетарних важелів на економіку. У складному становищі опинилися менш розвинені країни (emerging market economies – ЕМЕ), які також зіткнулися з кризовими процесами, що поширилися на їх економіки по фінансових каналах руху капіталів – «раптова зупинка» (suddenstop) припливу капіталу в ці країни спровокувала знецінення більшості національних валют та падіння фондових ринків. Заходи, використані центральними банками розвинених і менш розвинених країн для боротьби з наслідками фінансової та економічної кризи, отримали назву нестандартної монетарної політики (unconventional monetary policy). Ці заходи вважаються «нестандартними» тому, що раніше вони або не застосовувалися центральними банками для впливу на монетарну і реальну сфери економіки, або не використовувалися настільки часто і в таких обсягах [3], або використовувалися не таким способом.

Після подолання гострих кризових процесів постало завдання розробки ефективних інструментів стабілізації грошового обігу, що водночас сприятимуть вирішенню завдання стимулювання реального сектора економіки. Наднаціональний характер цього завдання обумовлює необхідність регулярних нарад голів центральних банків (насамперед ФРС, Банку Японії, Банку Англії і Європейського центрального банку (ЄЦБ)) із питань грошово-кредитної політики. Оскільки кризові процеси із фінансової сфери поширилися в реальний сектор економіки, що формує замкнене негативне коло, то в більшості зарубіжних країн монетарна політика набула чітко вираженого цільо-

вого економічного призначення – стимулювання промислової сфери. Така політика отримала назву грошово-промислової політики [10]. В її рамках спільною декларацією саміту провідних країн світу G-20 затверджено п'ять напрямів здійснення стабілізаційних заходів [11]:

- відновлення довіри, позитивних темпів економічного зростання та зайнятості;
- посилення контролю та вдосконалення регулювання фінансової системи;
- підвищення капіталізації та реформування міжнародних фінансових організацій;
- сприяння розвитку світової торгівлі та міжнародних інвестицій, послаблення протекціонізму;
- забезпечення всебічного, сталого відновлення та формування «зеленої економіки».

У зазначених напрямках безпосередньо до монетарного регулювання відноситься лише один, проте жоден інший напрям не може без нього реалізуватися. Для фінансового забезпечення цих напрямів країни – лідери G-20 схвалили механізм сприяння сталому та збалансованому економічному зростанню, що ґрунтується на стабілізації грошового обігу. Насамперед мова йде про фінансову підтримку та кредитування структурних реформ та «зелених інвестицій», що можуть підвищити продуктивність праці на принципово новій основі та прискорити перехід до використання нових технологічних джерел економічного зростання.

Другим завданням є забезпечення стійких темпів росту на основі розширення приватного споживання та інвестицій, що потребуватиме як монетарного стимулювання попиту, так і їх фіскальної підтримки.

Третім завданням визначено забезпечення збалансованого характеру економічного зростання в частині підтримання внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Дефіцит (профіцит) платіжного балансу може бути пов'язаний із дефіцитом бюджету, надмірно адаптивною грошово-кредитною політикою, диспропорціями внутрішнього ринку або неадекватним рівнем валютного курсу.

На поточному етапі економічного розвитку завдання стабілізації грошового обігу включає три різнопланові складові: по-перше, підтримка достатнього обсягу та оптимальної структури грошової маси в економіці, що дозволить знизити процентні ставки, по-друге, реформа фінансового регулювання, по-третє, напрацювання безпечних механізмів поступового стиснення грошової маси у фазі виходу із кризи та визначення часових і кількісних параметрів цього процесу. Таким чином, нетрадиційна політика монетарна стимулювання поступово трансформувалася у грошово-промислову політику.

Проаналізуємо це на прикладі окремих країн. Японії, яка одна з перших проводила нетрадиційну монетарну політику, в 2008–2009 рр. удалося уникнути масштабної фіскальної і фінансової кризи лише завдяки тому, що іноземні інвестори володіли незначною часткою облігацій, представлених на японському ринку (менше 5%), а уряд країни зміг сформувати механізми спрямування заощаджень населення і ресурсів банківської системи на фінансування дефіциту держбюджету. Проте фіскальні ризики дестабілізації грошового обігу збереглися, а саме: низька прибутковість облігацій (0,56% по 10-річних державних облігаціях) і високий державний борг відносно ВВП (245% у валовому виразі, 145% – у чистому).

У 2012 р. прем'єр-міністр Японії Сіндзо Абе презентував стратегію виходу Японії з кризи, яка ґрунтується на «трьох стрілах» [13]:

- «перша стріла» – це подолання дефляції і забезпечення інфляції на рівні 2% на рік;

– «друга стріла» – розширення бюджетних витрат для підтримки економіки, включаючи інфраструктурні проекти і нові технології;

– «третя стріла» – вихід Японії на стабільну траєкторію економічного зростання у спосіб монетарного стимулювання інвестицій та прямих іноземних інвестицій.

Нині Банк Японії розробляє заходи щодо стабілізації грошового обігу виходячи виключно із необхідності досягнення цілей економічної політики, серед яких найважливішими є збалансований економічний розвиток. Саме цьому завданню підкорені заходи Банку Японії щодо впливу на курс єни, регулювання грошового обігу, сприяння стабільності цін через коригування процентної ставки, підтримання стабільності фінансової системи. Мова йде про поєднання агресивного пом'якшення грошово-кредитної політики зі зміною вектору політики соціальних витрат. Основний наголос робиться на фіскальному і монетарному стимулюванні корпоративного сектора економіки, що передбачає надання пільгових кредитів і податкових пільг для збільшення прямих іноземних інвестицій, спрощення правил ведення бізнесу, пом'якшення правил житлового будівництва, стимулювання зайнятості жінок та ініціативних молодих спеціалістів.

Очікується, що Банк Японії й надалі проводитиме м'яку монетарну політику, зберігаючи нульові рівні процентних ставок і нарощуючи грошову масу у спосіб викупу активів у фінансових установ, підтримуючи «слабкість» ієни. Стратегічними цілями м'якої грошово-промислової політики є пожвавлення споживчого попиту, втримання безробіття на рівні 4,0%, активізація експорту і росту ВВП Японії на 3–4% на рік.

Хоча МФВ відзначає позитивні наслідки стратегії прориву Японії, проте лише щодо стабілізації грошового обігу. Стійкого позитивного результату у сферах реалізації інших «стратегічних стріл» Японії досягти ще не вдалося. Причиною цього є збереження таких потужних ризиків, як відтік інвестицій із національного фондового ринку, що підвищує його волатильність, та велике боргове навантаження.

Щодо заходів стабілізації грошового обігу в США, то в період кризи 2008–2009 рр. Федеральна резервна система (ФРС) своїми головними завданнями визначила забезпечення максимальної зайнятості, підтримку низьких довгострокових процентних ставок і помірних темпів зростання грошових агрегатів з урахуванням потенціалу збільшення виробництва. Для цього ФРС реалізувала програму «Operation twist», яка передбачає зростання емісії «довгих ресурсів» шляхом придбання урядових цінних паперів на тривалий термін обігу. Їх випуск і подальший викуп дають змогу формувати довгу емісію (понад 30 років), спрямовану на фінансування бюджетних пріоритетів [14].

При розробці заходів монетарної політики ФРС урахувала той факт, що розбалансування грошового обігу відбувається і через зміну його швидкості (швидкість обігу грошової маси M2 впала протягом 2000–2009 рр. з понад 2 до 1,5 рази) [15], а не тільки через зміну сукупної пропозиції грошей. Тому велика увага приділялася коригуванню структури емісії грошової маси та підтримці банківської ліквідності. У рамках вирішення останнього завдання ФРС запровадила практику сплати банкам відсотків за залучені кошти резервування (1,4% – по обов'язковим резервам і 1,00% – по надлишковим резервам), проте до 2010 р. відсоткову ставку було знижено до 0,25%. Іншими словами, ФРС формувала канали додаткової ліквідності для банків, а потім надавала останнім можливість їх прибуткового розміщення у власні цінні папери. Це дозволяло банкам полегшити тягар своїх збитків, проте така

політика ФРС зазнала критики, тому що більшою мірою стимулювала банки збільшувати резерви, а не нарощувати кредити приватному сектору.

Таким чином, для стабілізації грошового обігу ФРС застосовувала заходи, спрямовані на коригування як обсягу, так і структури грошової пропозиції. Для цього більшою мірою використовувався трансмісійний канал цінних паперів, що дозволило змінити кількість та структуру фінансових активів у власності ФРС. Базуючись на положенні, що різні фінансові активи не є повноцінними замінниками в портфелі інвестора, мета стабілізації грошового обігу досягалася через коригування кількості або термінової структури цінних паперів у власності центрального банку (так званий «підхід із позиції запасів») на відміну від проведення операцій з купівлі-продажу цінних паперів (так званий «підхід із позиції потоків»). Це веде до зміни ролі центрального банку від «активного регулятора» до «регуляторного експерту», який управляє грошовим обігом на основі постійного координаційного контролю.

Проведений аналіз дає змогу зробити висновок про певну етапність реалізації ФРС заходів нетрадиційної монетарної політики, що характеризується специфічним характером впливу на баланс ФРС. На першому етапі (серпень 2007 р. – вересень 2008 р.) ФРС проводила політику кредитного пом'якшення, у результаті якої змінювалася структура активів балансу ФРС. На другому етапі (вересень 2008 р. – листопад 2010 р.) ФРС проводила комбіновану політику, що вела до розширення балансу ФРС за рахунок збільшення резервів банків і зміни структури їх активів. На третьому етапі (листопад 2010 р. – дотепер) ФРС проводить балансову політику, за якої зміна балансу ФРС пов'язана зі збільшенням резервів банків. Оскільки зміна балансу ФРС як характерного наслідку політики кількісного пом'якшення спостерігається лише на третьому етапі, то розглядати політику ФРС виключно як політику «кількісного пом'якшення» не зовсім правильно.

Свою специфіку заходи щодо стабілізації грошового обігу мали в Єврозоні. Причинами кризових процесів в Єврозоні були як зовнішні, пов'язані з глобальними кризовими процесами, так і внутрішні, зумовлені проблемами розвитку Єврозони, а саме: високим безробіттям, протистоянням між «північчю» і «півднем», що пов'язане з небажанням уряду Німеччини постійно допомагати іншим економікам Єврозони, недоліками функціонування монетарного союзу за слабого узгодження фіскальної та банківської політики. Негативний вплив суверенного боргу на рівень ліквідності в банківській системі формує ситуацію, коли країни-боржники змушені скорочувати дефіцит бюджету і зарплати, тоді як країнам-кредиторам, наприклад Німеччині, не ставиться в обов'язок ці зарплати і дефіцити підвищувати. У результаті тягар коригування бюджетних дефіцитів повністю лягає на «дефіцитні» економіки.

Отже, стабільність грошового обігу в окремо взятій країні Єврозони знаходиться під впливом низки факторів, на які національний уряд не має впливу. На кінець 2007 р. обсяг виданих і непогашених кредитів приватному сектору склав 145% ВВП зони євро, тоді як, наприклад, у США це відношення дорівнювалося 63% [16]. Якщо до кризи монетарний режим інфляційного таргетування досить успішно функціонував, то в період кризи ситуація у фінансовій та монетарній сферах Єврозони загострилася. Відповідно, нарізла необхідність коригування монетарної політики.

Серед основних завдань Європейського центрального банку (ЄЦБ) – підтримання цінової стабільності; реалізація єдиної економічної політики в зоні євро і координація у сфері зайнятості; сприяння ефективному розподілу

ресурсів і посилення конкуренції у промисловості країн – членів Економічного і валютного союзу [17].

Із початком кризи в концепцію реалізації монетарної політики ЄЦБ були внесені відповідні корективи. 27 листопада 2008 р. Європейська Комісія направила до Ради проект «Плану економічного відновлення ЄС», який було затверджено у грудні 2008 р. План подолання кризи базувався на двох опорах. Перша – стимулювання довіри й розширення попиту, на що було виділено 200 млрд. євро (1,5% ВВП). Друга опора – посилення конкурентних позицій Євросоюзу на світових ринках. Для цього була розроблена стратегія «розумних» інвестицій, яка передбачала інвестування коштів у підвищення ефективності використання енергії та енергозбереження, розвиток чистих технологій, а також у розвиток науково-дослідницької інфраструктури. Головними принципами Плану визначено солідарність та соціальну відповідальність (збереження робочих місць, допомогу звільненим працівникам, зниження цін на енергію й надання Інтернет-послуг соціально незахищеним верствам населення). На конкретизацію цих завдань наведено 2009 р. Комісія прийняла план «Сприяння економічному відновленню», що містив програму реформування фінансового сектору, методи підтримання споживчого попиту, стимулювання інвестицій та збереження або створення нових робочих місць.

Оскільки джерелом кризових процесів була фінансова сфера, то основний блок заходів спрямовувався на стабілізацію грошового обігу, фінансових ринків і зміцнення євро. Основними напрямками застосування заходів стали:

1) поліпшення умов кредитування та функціонування грошового ринку шляхом активного нарощування ліквідності і зниження процентних ставок (мінімальна ставка по операціях рефінансування ЄЦБ знижена до 3,25%; відсоткова ставка за кредитами овернайт знижена до 3,75%; відсоткова ставка за депозитами овернайт – до 2,75%);

2) підтримка банків шляхом надання на комерційних умовах, прямо або непрямо, гарантії уряду, страхування або аналогічних послуг на середньострокову перспективу (до п'яти років);

3) зміцнення довіри клієнтів до фінансової системи у спосіб підвищення мінімального розміру страхування вкладів від € 20 000 до € 100 000 у всіх державах – членах ЄС;

4) розробка принципів, які регулюють правила державної допомоги фінансовим установам, зокрема участь у банківському гарантуванні та рекапіталізації, розробці структурної перебудови і заходи щодо списання проблемних активів;

5) розробка комплексного пакету реформ для зміцнення фінансової системи в цілому, вдосконалення нагляду і контролю, покращання нормативно-законодавчої бази.

Більшість заходів по зазначеним напрямкам проводилась у тісній координації з центральними банками США, Японії, Великобританії, Швейцарії та інших країн.

За підсумками реалізації антикризових і стабілізаційних заходів щодо стабілізації грошового обігу в країнах ЄС можна стверджувати, що більшість ЦБ країн ЄС проводили нетрадиційну монетарну політику в частині кількісного і кредитного пом'якшення. Проте в контексті забезпечення стабілізації грошового обігу м'яка монетарна політика має низку недоліків у довгостроковому періоді, серед яких слід відмітити наступні.

По-перше, активне нарощування ліквідності в обігу містить суттєву інфляційну загрозу, реалізація якої залежить від спроможності ЦБ вчасно забезпечити стиснення грошової маси відповідно до темпів зростання ВВП та потреб економіки. По-друге, зростають кредитні ризики, що вимагає підвищення контролю ЦБ процесу кредитування банків та реструктуризації проблемних кредитів. По-третє, лишається відкритим питання ефективності аукціонів із розміщення ліквідності в аспекті впливу на процентні ставки. Існує загроза, що такі заходи лише подовжують кризовий період, тому що не вирішують фундаментальних проблем банківської системи, а забезпечують лише короткострокову рівновагу грошового ринку. Проведення політики кількісного пом'якшення знижує ефективність передавальних каналів трансмісійного механізму. Канал процентних ставок стає недовірним, тому що процентні ставки знаходяться на вкрай низькому рівні. Низька ефективність банківського каналу обумовлюється падінням ліквідності й оборотності банківського капіталу. Валютний канал послаблює свою ефективність через загрозу валютних війн.

Отже, у довгостроковому періоді для стабілізації грошового обігу необхідно вийти з режиму м'якої монетарної політики, що потребує розробки науково обгрунтованої стратегії. Зокрема, в документах Ради фінансової стабільності розглядається можливість розширення кола цілей центральних банків від суто монетарних до загальноекономічних відповідно до концепції грошово-промислової політики.

Висновки. Світовий досвід стабілізації грошового обігу в умовах кризи ліквідності 2008–2009 рр. засвідчив зміну концептуальних засад реалізації монетарної політики і перехід до нестандартної монетарної політики, за якої розширюється коло цілей центральних банків від суто монетарних до загальноекономічних, коли завдання стабілізації грошового обігу підкреслено необхідності стимулювання реального сектору. На поточному етапі більшість центральних банків зарубіжних країн концентрують зусилля на збереженні стабільності грошового обігу, на посиленні стимулюючого характеру монетарної політики шляхом поєднання стимулюючих (нарощування ліквідності і зниження процентних ставок) і обмежуючих заходів (контроль емісійного фінансування дефіциту бюджету, регулювання пропозиції банківських грошей, проведення антиінфляційної та валютно-курсової політики).

Список використаних джерел:

1. Klyuev, V., De Imus, P. and Srinivasan, K. (2009). Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies // IMF Working Papers. SPN 09/27 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.pdf>.
2. Lenza, M., Pill, H. and Reichlin, L. (2010). Monetary Policy in Exceptional Times // ECB Working Paper. – № 1253.
3. Borio, C. and Disyatat, P. (2009). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal // BIS Working Paper. – № 292.
4. Szczerbowicz, U. (2011). Are Unconventional Monetary Policies Effective? // Working Papers CELEG. – № 1107.
5. Ishi, K., Stone, M., and Yehoue E. (2009). Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies // IMF Working Papers. WP/09/226.
6. Moreno, R. (2011). Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies // BIS Working Paper. – № 54.
7. Stone, M., Fujita, K. and Ishi, K. (2011). Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far // IMF Working Paper. – № 145.

8. Coulibaly, B. (2012). Monetary Policy in Emerging Market Economies: What Lessons from the Global Financial Crisis? Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Papers. – № 1042.
9. Ben Bernanke versus Milton Friedman. The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner // The Independent Review, v. 15, n. 4, Spring 2011. – P. 485–518.
10. Cochran John. The Intellectual Roots of «Mondustrial Policy» MARCH 22, 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://archive.mises.org/16178/the-intellectual-roots-of-mondustrial-policy/>.
11. Supervisory Intensity and Effectiveness Progress Report on Enhanced Supervision (2014) Financial Stability Board [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140407.htm.
12. John B. Taylor Monetary Policy and the Recent Extraordinary Measures Taken by the Federal Reserve / Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives. – February 26, 2009.
13. Королева А. Третья стрела / А. Королева // Expert Online [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://expert.ru/dossier/story/krizis-v-yaponii/>.
14. Monetary Policy and the Recent Extraordinary Measures Taken by the Federal Reserve Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives John B. Taylor Professor of Economics Senior Fellow, Hoover Institution Stanford University February 26, 2009.
15. Офіційний сайт ФРС США. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/>.
16. Ершов М.В. О механизмах оживления экономики в современных условиях / М.В. Ершов [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ershovm.ru.
17. Michael Latzer, Authors: Forrest H. Capie, Florian Saurwein, Stefan W. Schmitz, Dimitrios P. Tsomocos, Geoffrey E. Wood, Lawrence H. White. Institutional change in the payment systems by electronic money innovations: implications for monetary policy // Institute of technology assessment. – Of the austrian academy of sciences. – Research report, supported by the oenbjubiläums fond. – Vienna, January 2005. – 151 p.

Аннотация. В работе проанализирован опыт зарубежных стран, а именно Японии, США и стран Еврозоны по стабилизации денежного обращения путем проведения центральными банками мер нестандартной монетарной политики. По итогам реализации антикризисных и стабилизационных мер сделаны выводы, что большинство центральных банков проводили нетрадиционную монетарную политику в части количественного и кредитного смягчения, которая в долгосрочном периоде имеет ряд недостатков, а именно: активное наращивание ликвидности; рост кредитных рисков; снижение эффективности передающих каналов трансмиссионного механизма.

Ключевые слова: монетарная политика, денежно-промышленная политика, денежное обращение, финансовый кризис, зарубежный опыт.

Summary. The article analyzes the experience of foreign countries, such as Japan, the US and the Eurozone, regarding cash flow stabilization through non-standard monetary policy measures taken by central banks. According to results of anti-crisis and stabilization measures, it was concluded that most central banks carried out unconventional monetary policy in terms of quantitative and credit easing, which in long run, has a number of drawbacks, including: active accretion of liquidity; increase of credit risks; reduction of effectiveness of the transmission mechanism channels.

Key words: monetary policy, monetary and industrial policy, currency circulation, financial crisis, foreign experience.