

ЕКОНОМІЧНА ТЕОРІЯ ТА ІСТОРІЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ДУМКИ

УДК 336.7:339.7

DOI: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/156-1>**Горняк О. В.**

доктор економічних наук, професор,
Одеський національний університет імені І. І. Мечникова
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4954-8101>

Ломачинська І. А.

кандидат економічних наук, доцент,
Одеський національний університет імені І. І. Мечникова
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6112-6884>

Мумладзе А. О.

старший викладач,
Одеський національний університет імені І. І. Мечникова
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3065-8172>

Gornyak Olga, Lomachynska Iryna, Mumladze Anzor
Odessa I. I. Mechnikov National University

КРЕДИТНЕ ТА КІЛЬКІСНЕ ПОМ'ЯКШЕННЯ В СИСТЕМІ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ: ДОСВІД РОЗВИНЕНИХ КРАЇН

Світова фінансова криза 2007-2009 рр. негативно вплинула на економічний розвиток більшості країн світу, і центральним банкам необхідно було долати її наслідки. Відповідь монетарних органів включала зміну парадигми монетарної політики та введення нових інструментів. Центральні банки розвинених країн використовували безпрецедентні заходи, які в економічній літературі отримали назву «нетрадиційна монетарна політика». У статті аналізуються сутність та застосування кредитного та кількісного пом'якшення в системі нетрадиційного монетарного регулювання в розвинених країнах. Узагальнено, що в цілому ці нетрадиційні заходи допомогли впоратися з викликами фінансової кризи і створили умови для відновлення економічного зростання, а, отже, повинні стати постійними складовими інструментарію монетарного регулювання економічного розвитку країни в умовах посилення невизначеності та нестабільності.

Ключові слова: монетарна політика, нетрадиційні інструменти, світова фінансова криза, кредитне пом'якшення, кількісне пом'якшення.

CREDIT AND QUANTITATIVE EASING IN THE MONETARY REGULATION SYSTEM IN THE CONDITIONS OF GLOBAL INSTABILITY: THE DEVELOPED COUNTRIES' EXPERIENCE

The global financial crisis had a negative impact on the economic development of most countries in the world, and central banks had to overcome its consequences. In particular, negative indicators of GDP growth, low inflation were combined with high unemployment in most developed countries. The monetary authorities' response included a change in the monetary policy paradigm and the introduction of new instruments. The central banks of developed countries used unprecedented measures, which in the economic literature are called "unconventional monetary policy". In particular, credit and quantitative easing policies have become the most common. Credit easing policy allows a larger number of financial market participants to use credit funds on acceptable terms to stimulate the development of the real sector of the economy. During the period of credit easing policy, central banks of developed countries created additional financial funds. These measures led to an increase in lending to households and firms, which became one of the factors in overcoming the crisis and stimulating economic growth. Credit easing policies were especially popular in the early years following the 2008 global financial crisis. The quantitative easing policy is large-scale asset purchases in both the public and private sectors, which is the hallmark of unconventional monetary policy. These measures led to changes in the value of assets and lowered long-term interest rates. Both unconventional monetary policy instruments have been used by the Central Bank of England, the Bank of Japan, the European Central Bank, and the Federal Reserve. Overall, these unconventional measures helped to cope with the financial crisis and created conditions for the resumption of economic growth. These measures should become permanent instruments of monetary regulation of the country's economic development in conditions of uncertainty and instability. But unconventional instruments have a number of consequences that the monetary authorities need to control. Therefore, the next step in the development of monetary regulation should be the creation of conditions for the "normalization" of monetary policy. For example, it could be raising interest rates or applying macroprudential regulation. Only in this way, Central Bank will have the necessary tools for successful regulation of the economy and financial markets.

Keywords: monetary policy, unconventional instruments, global financial crisis, credit easing, quantitative easing.

JEL classification: B26, E44, E52, E58, F41.

Постановка проблеми. Шок, який стався у фінансовому секторі у другому кварталі 2007 р., ознаменував кінець багаторічного періоду стійкого зростання світової економіки, що супроводжувалося помірними темпами інфляції в більшості країн з розвинутою економікою. Пік фінансової кризи припав на кінець 2008 р., коли рівень безробіття різко збільшився, а інфляція в провідних розвинених країнах світу різко знизилась тому, що різко зменшилась ділова активність. Рівень безробіття в усіх цих країнах значно збільшився і тенденція до зростання простежувалася з 2008 р. по 2013 р. У цей період рівень безробіття в Японії виріс на 1%, в США – на 1,64%, в Єврозоні – на 4,53%, у Великій Британії – на 2% [1].

Ще до початку світової фінансової кризи Японія вже переживала період низького економічного зростання і низького рівня інфляції ще з кінця ХХ ст. і на початку 2000-х рр. Але фінансова криза 2008 р. значно погіршила економічну ситуацію в країні. ВВП Японії почав зменшуватися в другому кварталі 2008 р. ВВП в Єврозоні значно зменшився в 2008 р., а рівень інфляції був нижче цільового рівня у 2%. Світова фінансова криза також серйозно вплинула і на економіку Великої Британії, ВВП якої також почав стрімко зменшуватися у другому кварталі 2008 р., й інфляція також була менше, ніж 2%. Пік падіння ВВП для більшості країн прийшовся на 2009 р., коли найбільше зменшення ВВП спостерігалось в Японії – 5%, у Єврозоні та Великій Британії ВВП зменшився на 4,5%, у США – на 2,3%, у світі загалом – на 2% [1].

На такі несприятливі умови монетарна влада розвинених країн відреагували зниженням своїх базових відсоткових ставок [2-5]. На фінансовий шок Банк Японії відповів незначним зниженням відсоткової ставки, яка в принципі вже була достатньо низькою. Банк Англії різко знизив відсоткову ставку з 5 до 0,5 відсотка до березня 2009 р. ЄЦБ знизив основну ставку рефінансування з 3,75 до 1 відсотка у 2010 р., і в наступні роки тенденція до її зниження зберігалась. ФРС, у свою чергу, знизила ставку по федеральних фондах з 5 до 0,5 відсотка у 2010 р., й її підвищення почалося лише після 2015 р. у процесі «нормалізації» монетарної політики.

Після цих заходів було незначне відновлення ділової активності, мляве зростання зайнятості, пригнічений рівень інфляції. Короткострокові ставки досягли практично своєї нижньої ефективної межі. В результаті традиційне пом'якшення монетарної політики не вирішувало проблеми забезпечення макрофінансової стабільності та економічного зростання, й монетарні органи розвинених країн почали поступово застосовувати нестандартні заходи, які в комплексі називають нетрадиційною монетарною політикою.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Отже, теоретичні та практичні аспекти реалізації монетарної політики потребували подальшого вивчення, що і пояснює високий інтерес з боку науковців до нетрадиційних інструментів, починаючи з 2007 р.

На думку В. С. Bernanke [6], V. R. Reinhart, B. P. Sack [7], головною відмінністю нетрадиційних інструментів монетарної політики є те, що завдяки їх застосуванню ЦБ збільшує розмір балансових рахунків економічних агентів та/або змінюють структуру їх

балансів, що й створює механізм впливу монетарного регулювання на економіку та фінансові ринки.

Yılmaz D., Ertürk E., Eryılmaz F. [8], Kuttner K. N. [9], Del Negro M., Giannoni M., Patterson C. [10], Joyce M., Miles D., Scott A., Vayanos D. [11] й ін. у своїх роботах вивчають теоретичну основу нетрадиційної монетарної політики. Зокрема, вони приділяють увагу вивченню впливу політики кількісного та кредитного пом'якшення на економічну стабільність, економічне зростання, фінансові ринки. У підсумку автори демонструють, що досліджувані нетрадиційні інструменти в цілому мали позитивний вплив на обсяг виробництва та інфляційні очікування.

Приділяють увагу дослідники й емпіричним дослідженням нетрадиційної монетарної політики. Так, Boneva L., Cloyne J., Weale M., Wieladek T. [12] дослідили безпосередньо вплив кількісного пом'якшення (QE) на економічні показники Великої Британії, зокрема на інфляційні очікування фірм і заробітну плату, та виявили, що інфляційні очікування фірм збільшуються на 0,22 відсоткових пункти у відповідь на 50 млрд. фунтів стерлінгів QE, маючи на увазі, що інфляційні очікування є частиною механізму передачі QE.

Kuttner K. N. [9], досліджуючи політику кількісного пом'якшення Федеральної резервної системи США, аналізує механізми її впливу на фінансові ринки та економіку в цілому і визначає можливі побічні ефекти нетрадиційної монетарної політики. Дослідження J. Ihrig, E. Klee, C. Li, M. Wei, J. Kachovec [13] щодо оцінки впливу програм викупу активів ФРС на доходність казначейських зобов'язань, що базується на моделях тимчасової структури процентних ставок, показує, що вплив викупу активів ФРС на прибутковість було тривалим і економічно значущим.

Різноманітні аспекти застосування інструментів монетарного регулювання в умовах нестабільності і невизначеності, зокрема в умовах трансформації світового фінансового середовища, розглядають й вітчизняні автори, серед яких Г. Азаренкова, А. Вожжов, О. Дзюблук [14], Г. Алексєєвська і С. Якубовський [15], О. Кіреєва, І. Ломачинська [16-17] і Є. Масленніков [18], Т. Унковська й ін.

Постановка завдання. Актуальність застосування монетарного регулювання потребує його подальшого дослідження, оскільки до цих пір у більшості країн світу не забезпечена довгострокова макрофінансова стабільність, а монетарні інструменти, що застосовуються, характеризуються високим рівнем невизначеності щодо наслідків та ефектів. Отже, метою цієї статті є вивчення сутності та досвіду таких інструментів нетрадиційної монетарної політики, як кредитне та кількісне пом'якшення, які почали активно застосовувати розвинені країни, починаючи з 2007 р.

Виклад основного матеріалу дослідження. Визначимо, перш за все, що нетрадиційні інструменти монетарної політики розвивається в наслідок того, що традиційні, тобто ті, які беззаперечно застосовувалися центральними банками протягом останніх двадцяти років, виявилися неефективними щодо подолання наслідків світової кризи, зокрема щодо стимулювання підвищення ділової активності та економічного зростання в довгостроковому періоді, забезпечення стійкості бюджету, відновлення фінансової стабільності та

оздоровлення банківського сектору та фінансових ринків тощо. При цьому їх застосування потребувало зміни загальної парадигми і концепцій монетарного регулювання та управління фінансовими ризиками, зокрема: розширення цілей ЦБ, їх множинність та пошук нових шляхів координації монетарної та фіскальної політики; нові стратегічні цілі – економічна активність, фінансова стабільність, боротьба з безробіттям; трансформація проміжної цілі монетарного регулювання – від вартості національної валюти, процентних ставок до ліквідності окремих сегментів фінансового сектору (ринку); орієнтація на довгостроковий період економічного зростання; зміна об'єкту впливу – від інфляції до дефляції; від регулювання ціни грошей до регулювання їх кількості; продовження термінів за кредитами центральних банків тощо. В результаті можна спостерігати, що центральні банки переходять від регулювання процентних ставок до регулювання ліквідності банківської системи або окремих фінансових ринків в залежності від архітектури фінансової системи [19], відмовляються від операцій РЕПО на користь операцій по викупу державних цінних паперів або інших фінансових інструментів, здійснюють кредитування небанківських фінансових посередників, що до цього було неможливим, розширюють перелік прийнятих застав за операціями ЦБ й ін.

Під політикою кредитного пом'якшення чи пом'якшення умов кредитування розуміють розширення кредитних операцій для фінансових посередників. Ця політика націлена на забезпечення ліквідністю широкого кола фінансових установ на більш прийнятних умовах і на більш тривалий час. Кредитне пом'якшення було практично першими заходами, вжитими центральними банками. Пік їх застосування припав на період 2007-2009 рр., але вони також застосовувалися деякими ЦБ і в більш пізній період.

Коли до кінця 2007 р. обсяг ліквідності на фінансових ринках розвинених країн значно скоротився, центральні банки почали застосовувати заходи для полегшення доступу учасників фінансового ринку до ліквідності. В рамках цього напрямку нетрадиційної монетарної політики ЦБ збільшили частоту аукціонів РЕПО, надавали кошти на більш тривалі терміни погашення, збільшили діапазон прийнятного забезпечення, розширили коло установ, які могли брати участь в цих заходах, створили додаткові фонди [20-21].

Прикладами заходів такого пом'якшення Федеральної резервної системи США є створення в грудні 2007 р. спеціального фонду строкових аукціонів (Term Auction Facility (TAF)), який надавав позики в межах дисконтного вікна. У березні 2008 р. була запущена програма строкового кредитування цінних паперів – (Term Securities Lending Facility (TSLF)). В липні того ж року почала діяти програма опціонів за строковим кредитуванням цінних паперів (TSLF Options Program (TOP)). TOP-опціони, виставлені на аукціон, давали первинним дилерам право, але не зобов'язання, використовувати кредит TSLF в обмін на прийнятне забезпечення на зазначену дату в майбутньому. Також були впроваджені програми: Первинна кредитна лінія ФРС (Primary Dealer Credit Facility (PDCF)), Фонд фінансування комерційних паперів (Commercial Paper Funding Facility (CPFF)), Програми допомоги з проблемними акти-

вами (Troubled Asset Relief Program (TARP)) та ін., які функціонували до кінця 2012 р. [5].

Прикладом кредитного пом'якшення Банку Англії є Спеціальна схема ліквідності (SLS), прийнята у квітні 2008 р. [3]. Вона дала можливість обміняти менш ліквідні активи на казначейські цінні папери з тим, щоб надати фінансовим установам ліквідні активи, які потім можна було б використовувати в якості забезпечення для отримання грошових коштів на ринках приватного РЕПО. Спеціальна схема надання ліквідності була тимчасовим заходом для того, щоб допомогти банкам диверсифікувати свої джерела фінансування, підтримати банківську систему. Остання транзакція в рамках SLS була здійснена в січні 2012 р., після чого програма була закрита.

Європейський центральний банк [4] політику кредитного пом'якшення почав застосовувати у 2008 р., коли ввів операції довгострокового рефінансування (LTRO) на 1, 6 і 12 місяців. Це було розширення традиційних програм рефінансування ЄЦБ. Після 2011 р. почався перший раунд трирічних операцій рефінансування (LTRO I), а 29 лютого 2012 р. стартував другий раунд (LTRO II). Новим етапом розвитку кредитного пом'якшення ЄЦБ стали операції цільового довгострокового рефінансування (TLTRO). 5 червня 2014 р. була запущена перша програма TLTRO, 10 березня 2016 р. почалася її друга серія (TLTRO II), а третя (TLTRO III) була реалізована 7 березня 2019 р. У межах цих операцій комерційним банкам було надано вигідні умови фінансування від ЄЦБ для збільшення обсягу кредитування ними економічних агентів.

Банк Японії також заснував програму підтримки позик (Loan Support Program) і Фонд фінансування підтримки зростання (Growth-Supporting Funding Facility). Програми були створені для надання кредитів під об'єднане забезпечення з метою підтримки приватних фінансових установ, стимулювання банківського кредитування. У 2020 р. Банк Японії вирішив збільшити операції спеціальних фондів для сприяння фінансуванню у відповідь на нову кризу, викликану COVID-19 [2].

Також до заходів кредитного пом'якшення можна віднести і тимчасові лінії обміну ліквідністю, угоди між центральними банками для обміну валютою – взаємні валютні угоди, які були створені тому, що ЦБ зіткнулися з проблемами залучення іноземної валюти для фінансування своїх операцій.

Найбільш поширеним інструментом нетрадиційної монетарної політики є політика кількісного пом'якшення. Ця політика передбачає крупно масштабні викупи активів ЦБ. В межах кількісного пом'якшення спектр активів, які купували центральні банки, був значно розширений. Крім державних боргових цінних паперів, покупка яких характерна і для традиційної монетарної політики, ЦБ викупував і довгострокові активи приватного сектору, у тому числі і проблемні. Ці заходи застосовувалися для безпосереднього впливу на вартість активів. Покупки ЦБ активів державного і приватного секторів знижують відповідні цим активам відсоткові ставки і пов'язані з ними премії за ризик, і в підсумку, таким чином, знижуються витрати на позики для реальної економіки. Покупки, які заміщають безпечні активи з портфелів інвесторів, можуть завдяки ефекту заміщення стимулювати попит

на більш ризиковані активи, тим самим, послаблюючи фінансові умови, що в підсумку стимулює сукупні витрати [21-23].

Також викуп великого обсягу державних цінних паперів може допомогти переконати ринки в тому, що ЦБ має намір дотримуватися стимулюючої монетарної політики. В цьому кількісне пом'якшення є корисним доповненням до прямого керівництва. Купівля приватних цінних паперів може допомогти знизити витрати приватного сектору по позиках, і більш безпосередньо стимулювати економіку. Однак вони піддають центральний банк кредитному ризику і потенційним збиткам. Як правило, кількісне пом'якшення реалізувалося шляхом оголошення конкретних термінів і кількості покупок.

Вперше політика кількісного пом'якшення була застосована Банком Японії у 2001 р. Ця програма здійснювалася в основному за рахунок покупок державних облігацій Японії. В результаті цієї програми обсяг резервів ЦБ збільшився з 5 до 35 трлн. єн [2]. Кількісне пом'якшення завершилося у 2006 р. і сприяло стимулюванню економіки, незначному збільшенню інфляції з 2006 р. Але проблема дефляції все ще залишалася невирішеною. В результаті світова фінансова криза підштовхнула Банк Японії прийняти нову програму кількісного пом'якшення в 2010 р. – комплексне монетарне пом'якшення (СМЕ). У 2013 р. була прийнята політика якісного і кількісного пом'якшення (QQE), у 2016 р. – програма якісного і кількісного пом'якшення з контролем кривої прибутковості, яка встановлює цілі, як для короткострокової, так і для довгострокової прибутковості, і коригує обсяги купівлі активів для досягнення цих цілей. В межах зазначених вище політик Банк Японії купував японські державні облігації (JGB), корпоративні облігації біржових фондів (ETF) і японських інвестиційних фондів (J-REITs).

Для боротьби з наслідками кризи Федеральна резервна система також використовувала політику кількісного пом'якшення, яка включала три раунди великомасштабних викупів активів. Перший раунд кількісного пом'якшення почався (QE1) у листопаді 2008 р. і до його завершення у березні 2009 р. ФРС викупила боргових цінних паперів агентств на 175 млрд дол. США, іпотечних цінних паперів (MBS) на 1,25 млрд дол., казначейських зобов'язань на 300 млрд дол. Другий раунд викупу активів (QE2) стартував в листопаді 2010 р. і завершився в червні 2011 р. Після цього була прийнята політика щодо продовження терміну погашення активів, яка відома як операція «Твіст», що тривала з вересня 2011 р. до кінця 2012 р. Третій раунд політики почався у вересні 2012 р. і завершився до початку 2015 р. У результаті баланс ФРС збільшився з 1 до 4,5 трлн дол. США. [9; 22]

Для забезпечення додаткового монетарного стимулювання розвитку економіки Банк Англії [3] після кризи почав перший раунд кількісного пом'якшення (QE1), оголосивши про викуп державних облігацій на 75 млрд фунтів стерлінгів за рахунок розширення резервів ЦБ. Пізніше викуп був збільшений до 200 млрд фунтів стерлінгів і завершений в січні 2010 р. ВВП країни почав відновлюватися в третьому кварталі 2009 р, але уповільненими темпами. Втім у зв'язку з борговою кризою в Єврозоні перспективи економічного зростання Великої Британії не були оптимістич-

ними, і в жовтні 2011 р. Банк Англії оголосив про новий раунд кількісного пом'якшення (QE2). В липні 2012 р. стартував третій раунд (QE3). У результаті загальний обсяг кількісного пом'якшення досягнув 375 млрд фунтів стерлінгів. Економіка потроху відновлювалась. Після референдуму по «Брексіду» щодо виходу Великої Британії з ЄС у другій половині 2016 р. Банк Англії почав четвертий раунд викупу активів (QE4), включаючи державні облігації на 60 млрд фунтів стерлінгів, корпоративні облігації на 10 млрд для підтримки зростання економіки країни. Загальний обсяг викупу Банку Англії у результаті останньої політики досягнув 435 млрд фунтів стерлінгів. [3; 23].

Кількісне пом'якшення ЄЦБ характеризується викупом активів (APP) з жовтня 2014 р., що передбачало чотири програми: нова програма придбання покритих облігацій (CBPP3), програма викупу цінних паперів, забезпечених активами (ABSPP) з листопада 2014 р., програма викупу активів в державному секторі (PSPP) з березня 2015 р.; програма викупу в корпоративному секторі (CSPP) з березня 2016 р. Програми кількісного пом'якшення ЄЦБ діяли до грудня 2018 р., коли рада керуючих вирішила припинити чисті викупи активів, але, в той же час, оголосила, що має намір продовжувати повністю реінвестувати плати за активами, які викуплені в рамках програм. Відсоткова ставка ЄЦБ все ще була низькою, відновлення економіки було повільним і в вересні 2019 р. ЄЦБ прийняв рішення відновити покупки активів з листопада у розмірі 20 млрд євро [4].

У 2020 р. у результаті кризи, викликану несприятливою епідеміологічною ситуацією в світі, центральні банки розвинених країн знову відновили активні купівлі активів. Зокрема, у березні 2020 р. банк Англії мав намір здійснити покупку активів на 645 млрд фунтів стерлінгів, але в червні збільшив обсяг до 745 млрд [3]. ЄЦБ запустив нову програму покупок в надзвичайних ситуаціях (PEPP) [4]. Банк Японії з огляду на ці події посилив пом'якшення монетарної політики за рахунок збільшення викупу корпоративних цінних паперів, японських державних облігацій (JGBs), казначейських векселів (T-Bills), а також облігацій біржових фондів (ETF) і японських інвестиційних фондів (J-REITs) [2]. Федеральна резервна система також розширює свої покупки активів і в березні-квітні 2020 р. купила казначейські облігації США на суму 1,4 трлн дол. США [5]. ЦБ застосовували ці заходи з метою забезпечення фінансування фінансових установ і економічних агентів, підтримки стабільності на фінансових ринках.

Зрозуміло, що операції політики пом'якшення мають й недоліки-ризик, що повинні бути враховані при виборі умов, елементів, інструментів монетарного регулювання. Зокрема, серед основних слід відзначити наступні: існує лаг між зростанням грошової маси та інфляції, а, отже, якщо сума вливань грошової маси переоцінена, то це може загрожувати стагфляцією; основними бенефіціарами програм є банківські та небанківські фінансові установи, власники активів, а, отже реальний сектор і надалі буде відчувати проблеми з кредитуванням, якщо банки більш охоче зростаючу грошову масу будуть використовувати для інвестування на інші ринки або на споживче кредитування, а існуючі власники активів або ті, хто зайнятий

у фінансовому секторі, і надалі будуть концентрувати зростаючу грошову масу, посилюючи нерівність доходів і диференціацію населення; пом'якшення може призвести до штучного здешевлення або здороження окремих активів, викривлення інформації для інвесторів і появи чергових фінансових «бульбашок»; збільшення грошової маси призводить до зниження обмінного курсу національної валюти й ін.

Висновки. Монетарна політика після світової кризи 2007-2009 рр. трансформувалась і набула нових характеристик, зокрема відбулися зміни в парадигмі, концепціях та інструментарії. І хоча нові заходи були орієнтовані переважно на подолання наслідків цієї світової кризи, слід визнати, що інструменти монетарного регулювання, які сьогодні відносять до нетрадиційних, повинні стати постійними складовими у наборі інструментів центральних банків. Так у цьому році у зв'язку з новими викликами в світовій економіці монетарна влада розвинених країн з новою силою використовує нетрадиційні заходи монетарної політики, що свідчить про те, що з часом ці інструменти матимуть місце в монетарному інструментарії на ряду з традиційними.

Поштовхом для впровадження нетрадиційних заходів була нездатність традиційної монетарної політики впоратися з тими процесами, що відбувалися на фінансових ринках в 2007-2009 рр. Важливим етапом у розвитку нетрадиційного монетарного регулювання стала політика кредитного пом'якшення, що дозволяє більшій кількості учасників фінансового ринку скористатися кредитними коштами на прийнятних умовах з метою стимулювання розвитку реального сектору економіки. В результаті сфера впливу ЦБ значно розширилась і поглибилась: ЦБ стали кредитувати і небанківські фінансові установи, а безпосередній вплив їх заходів і дій був направлений на розмір та структуру балансів суб'єктів господарювання, у тому числі й домогосподарств. Також центральними банками розвинених країн були проведені програми кількісного пом'якшення, згідно з якими вони здійснювали великомасштабні викупи активів, у тому числі проблемних, не лише в державному секторі, а й в приватному. Це значно збільшувало банківські резерви на рахунках у ЦБ, обсяг ліквідності в банківській системі, розміри балансів

ЦБ, що супроводжувалося зміною структури активів і пасивів центральних банків на різних етапах монетарного регулювання.

Сьогодні можна констатувати, що відмінною рисою нетрадиційної монетарної політики є безпрецедентні масштаби проведених операцій. Це, окрім того, пов'язано з тим, що, якщо реалізація традиційних інструментів відносно стандартна, то напрями і елементи нетрадиційних інструментів визначаються особливостями архітектури і дизайну національної фінансової системи, її глибиною, рівнем фінансової активності економічних агентів тощо. Зокрема, саме тому напрями та реалізація політики кредитного і кількісного пом'якшення суттєво відрізняються і мають дещо різні ефекти в різних країнах. Більш успішно політика пом'якшення проведена у США та Великій Британії, для яких характерна фондово-ринкова модель фінансової системи, та менш успішно – в Японії та країнах Єврозони (банко орієнтована модель фінансової системи).

Отже, політика пом'якшення в системі монетарного регулювання у розвинених країнах з метою подолання наслідків світової фінансової кризи 2007-2009 рр. забезпечила підвищення ліквідності банківської системи та окремих сегментів фінансового ринку, покращила стан і структуру балансів банківських і небанківських фінансових інститутів, що розширювало можливість кредитування реального сектору економіки, підтримку системних фінансових інститутів щодо запобігання банкрутства і забезпечення їх фінансової стійкості, створення умов для подолання кризи довіри до фінансової системи та активізації фінансових ринків. Втім, ефективність подальшої монетарної політики обмежується нейтральною відсотковою ставкою. Тому наступним етапом розвитку монетарного регулювання має стати створення умов для своєчасної «нормалізації» монетарної політики, оскільки тільки таким чином ЦБ будуть мати необхідний інструментарій для успішного регулювання економіки та фінансових ринків. Це передбачає повернення відсоткових ставок до їх «нормального» рівня або створення нових інструментів макропруденційного регулювання, зокрема, наприклад, фіскального спрямування, які б замінили підняття відсоткових ставок.

Список використаних джерел:

1. World Bank Open Data. URL : <https://data.worldbank.org/> (дата звернення: 20.05.2020)
2. Bank of Japan. URL : <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/> (дата звернення: 20.05.2020)
3. Bank of England. URL : <https://www.bankofengland.co.uk/> (дата звернення: 20.05.2020)
4. European Central Bank. URL : <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (дата звернення: 20.05.2020)
5. Federal Reserve System. URL : <https://www.federalreserve.gov/> (дата звернення: 20.05.2020)
6. Bernanke B. S. *The crisis and the policy response*. Stamp Lecture at the London School of Economics. January 13, 2009. URL : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
7. Bernanke B. S., Reinhart V. R., Sack B. P. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound : An Empirical Assessment. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2004. P. 1-78.
8. Yılmaz D., Ertürk E., Eryılmaz F. The Unconventional Monetary Policy : A Theoretical Approach. *International Journal of Trade, Economics and Finance*. 2017. Vol. 8, No. 2. P. 96-101.
9. Kuttner K. N. Outside the Box : Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond. *National Bureau of Economic Research*. 2018. URL : <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/10/WP47-Kuttner.pdf>
10. Del Negro M., Giannoni M., Patterson C. The Forward Guidance Puzzle. *Fed Staff Report*. 2015. No. 574. URL : https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr574.pdf
11. Joyce M., Miles D., Scott A., Vayanos D. Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction. *The Economic Journal*. 2012. No. 122. P. F271-F288.
12. Boneva L., Cloyne J., Weale M., Wieladek T. The Effect of Unconventional Monetary Policy on Inflation Expectations : Evidence from Firms in the United Kingdom. *Discussion Paper*. 2016. №. 47. P. 1-23.

13. Jane Ihrig, Elizabeth Klee, Canlin Li, Min Wei, Joe Kachovec. Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates. *International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking*. 2018. Vol. 14 (2). P. 341-391.

14. Дзюблюк О. Монетарна політика як ключовий важіль реалізації антикризових заходів в економіці. *Банківська справа*. 2017. № 2. С. 3-26.

15. Якубовський С., Алексеевська Г. Нетрадиційні методи монетарної політики : теоретичні аспекти та практика застосування в ЄС та США. *Ринкова економіка : сучасна теорія і практика управління*. 2017. Т. 16, вип. 3. С. 32-40.

16. Lomachynska I. Modernization of structure of financial systems with the development of FinTech. *Scientific approaches to modernization of economic system : development trends*. Lviv-Toruń : LihaPres. 2020. P. 363-382.

17. Бичкова Н. В., Ломачинська І. А., Мумладзе А. О. Роль банківської системи у фінансiалiзацiї економічного розвитку України. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. 2015. Том 20, вип. 6. С. 202-206.

18. Maslennikov E., Lomachynska I., Bychkova N. Ensuring Stability of Ukrainian Banking System in Context of institutional transformation. *Scientific bulletin of Polissia*. 2017. No. 4 (12). P. 62-70.

19. Ломачинська І. А. Архітектура фінансової системи України : теоретичні основи оптимізації в сучасних умовах. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2011. 41(2). С. 244-249.

20. Potter S., Smets F. Unconventional monetary policy tools : a cross-country analysis. *CGFS Papers*. 2019. No. 63. P. 1-85.

21. Dell'Aricecia G., Rabanal P., Sandri D. Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*. 2018. No. 32 (4). P. 147-172.

22. Simon M. Potter, Frank Smets. Unconventional Monetary Policy Tools: a Cross-Country Analysis. *CGFS Papers*. 2019. No 63. P. 1-85.

23. Giovanni Dell'Aricecia, Pau Rabanal and Damiano Sandri Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*. 2018. No 32 (4). P. 147-172.

References:

1. World Bank Open Data. Available at : <https://data.worldbank.org/> (accessed 20 May 2020).

2. Bank of Japan. Available at : <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/> (accessed 20 May 2020).

3. Bank of England. Available at : <https://www.bankofengland.co.uk/> (accessed 20 May 2020).

4. European Central Bank. Available at : <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (accessed 20 May 2020).

5. Federal Reserve System. Available at : <https://www.federalreserve.gov/> (accessed 20 May 2020).

6. Bernanke B. S. (2009). *The crisis and the policy response*. Stamp Lecture at the London School of Economics. January 13. Available at : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

7. Bernanke B. S., Reinhart V. R., Sack B. P. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound : An Empirical Assessment. *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1-78.

8. Yılmaz D., Ertürk E., Eryılmaz F. (2017). The Unconventional Monetary Policy : A Theoretical Approach. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, vol. 8, no. 2, pp. 96-101.

9. Kuttner K. N. (2018). Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond. *National Bureau of Economic Research*. Available at : <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/10/WP47-Kuttner.pdf>

10. Del Negro M., Giannoni M., Patterson C. (2015). The Forward Guidance Puzzle. *Fed Staff Report*, no. 574. Available at : https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr574.pdf

11. Joyce M., Miles D., Scott A., Vayanos D. (2012). Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction. *The Economic Journal*, no. 122, pp. F271-F288.

12. Boneva L., Cloyne J., Weale M., Wieladek T. (2016). The Effect of Unconventional Monetary Policy on Inflation Expectations : Evidence from Firms in the United Kingdom. *Discussion Paper*, № 47, pp. 1-23.

13. Jane Ihrig, Elizabeth Klee, Canlin Li, Min Wei, Joe Kachovec. (2018). Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates. *International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking*, vol. 14 (2), pp. 341-391.

14. Dziubliuk O. V. (2017). Monetary policy as a key lever for the implementation of anti-crisis measures in the economy [Monetary policy as a key lever for the implementation of anti-crisis measures in the economy]. *Banking*, vol. 2, pp. 3-26.

15. Alekseievska H., Yakubovskiy S. (2017). Netradyciyni metody monetarnoyi polityky : teoretychni aspekty ta praktyka zastosuvannya v EU ta USA [Non-traditional monetary policy methods : theoretical aspects and application practice in the EU and the USA]. *Market Economy: Modern Management Theory and Practice*, vol. 16, iss. 3, pp. 32-40.

16. Lomachynska I. (2020). Modernization of structure of financial systems with the development of FinTech. *Scientific approaches to modernization of economic system: development trends*. Lviv-Toruń : LihaPres, pp. 363-382.

17. Bychkova N., Lomachynska I., Mumladze A. (2015). Rol bankivskoi systemy u finansializatsii ekonomichnoho rozvytku Ukrainy [Role of the Banking System in Financialization Economic Development of Ukraine]. *Odesa National University Herald. Economy*, vol. 20, iss. 6, pp. 202-206.

18. Maslennikov E. I., Lomachynska I. A., Bychkova N. V. (2017). Ensuring Stability of Ukrainian Banking System in Context of institutional transformation. *Scientific bulletin of Polissia*, no. 4 (12), pp. 62-70.

19. Lomachynska I. A. (2011). Arkhitektura finansovoyi systemy Ukrainy: teoretychni osnovy optymizatsiyi v suchasnykh umovakh [Architecture of the financial system of Ukraine: theoretical foundations of optimization in modern conditions]. *Bulletin of socio-economic research*, 41(2), pp. 244-249.

20. Potter S., Smets F. (2019). Unconventional monetary policy tools : a cross-country analysis. *CGFS Papers*, no. 63, pp. 1-85.

21. Dell'Aricecia G., Rabanal P., Sandri D. (2018). Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*, no. 32 (4), pp. 147-172.

22. Simon M Potter, Frank Smets (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. *CGFS Papers*, no. 63, pp.1-85.

23. Giovanni Dell'Aricecia, Pau Rabanal and Damiano Sandri (2018). Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*, no. 32 (4), pp. 147-172.