

ЕКОНОМІКА ЗАРУБІЖНИХ КРАЇН

УДК 336.71

С. І. Б Р У С,
*кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник,*
Є. О. Б У Б Л И К,
*кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник*

*Відділ грошово-кредитних відносин
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"
(Київ)*

ПОЛІТИКА КІЛЬКІСНОГО ПОМ'ЯКШЕННЯ У США ТА ЄС: ОСОБЛИВОСТІ, РИЗИКИ, ПЕРСПЕКТИВИ

Досліджено особливості та перспективи запровадження політики кількісного пом'якшення в ЄС та США. Проаналізовано досвід її реалізації США, який продемонстрував її ефективність у подоланні наслідків кризи. Показано, що значні обсяги емітованої на розвинутих ринках ліквідності, які перейшли на ринки країн, що розвиваються, створили загрози їх фінансовій стійкості. Виокремлено особливості реалізації політики кількісного пом'якшення в ЄС та її можливий вплив на економіки європейських країн та України.

Ключові слова: фінансові кризи, монетарна політика, програми кількісного пом'якшення, нетрадиційні монетарні інструменти, центробанки.

S. I. BRUS,
*Cand. of Econ. Sci.,
Senior Sci. Researcher,*
Ie. O. BUBLYK,
*Cand. of Econ. Sci.,
Senior Sci. Researcher*

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

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 Світлана Іванівна (Brus Svitlana Ivanivna) — e-mail.: vetusya@mail.ru;
Бублик Євген Олександрович (Bublyk Ievgen Oleksandrovych) — e-mail.: bubl13@gmail.com.

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

Кінець 2014 р. – початок 2015 р. відзначився істотними змінами у монетарній політиці ЄС. Ключовим моментом цих змін стало проголошення керівництвом ЄЦБ початку політики кількісного пом'якшення (КП) в ЄС, згідно з якою передбачається здійснення емісії загальним обсягом 1,08 трлн. євро. Даний захід повинен оживити фінансову активність в європейській економіці та сприяти зміні низхідного тренду. З огляду на наявні економічні зв'язки та перспективи посилення ролі європейського інтеграційного фактора, набуває актуальності питання оцінки перспектив реалізації даної політики і можливих її наслідків для економіки України. Таким чином, **мета статті** – проаналізувати особливості реалізації політики кількісного пом'якшення у США та ЄС і визначити її можливий вплив на економіки європейських країн та України.

Кількісне пом'якшення (Quantitative easing (QE)) – така монетарна політика, за якої економіка насичується коштами за рахунок додаткової грошової емісії в значних обсягах через фондовий ринок шляхом купівлі фінансових активів [1, с. 12]. Це новий інструмент монетарної політики, розроблений для подолання наслідків останньої фінансово-економічної кризи. Масштабність, інструментарій, ефективність і транскордонний вплив даної політики викликають жвавий інтерес та дискусії у науковій спільноті.

Відповідно до традиційних підходів державного антикризового регулювання, центробанки намагалися подолати наслідки фінансової кризи за допомогою зниження ставок рефінансування, збільшення обсягів операцій на відкритому ринку, зменшення норми обов'язкового резервування. За допомогою даних інструментів знижено процентні ставки по короткостроковим активам та збільшено грошову пропозицію, проте економічну рецесію подолати не вдалося. Крім того, стала реальною пастка ліквідності, коли учасники ринку (за Дж.М. Кейнсом) починають заощаджувати з огляду на дефляційні очікування, а облікова ставка вже знижена до нуля.

Традиційно гроші в економіку надходять через купівлю центробанком державних облігацій. Якщо ставки тримаються на мінімальному рівні, то подальше їх зниження для стимулювання попиту за допомогою традиційних інструментів (купівля короткострокових облігацій, кредитування та операції на відкритому ринку) є неефективним, оскільки потенціал впливу таких операцій на ринкові ставки невеликий. На відміну від поширених інструментів, програми політики КП спрямовані на стимулювання економічного зростання в умовах нульової облікової ставки. Нетрадиційними вони були визнані тому, що раніше регулятори не використовували їх на практиці для економічного стимулювання у значних обсягах.

Отже, можна виокремити такі фактори, що виступають передумовами запровадження політики КП:

- зниження приросту ВВП (до від'ємного або близького до нульового);
- облікова ставка центробанку знижена майже до нульового рівня (пастка ліквідності);
- низький рівень інфляції або дефляція;
- високий рівень фактичного безробіття.

За наявності таких передумов перспективи стимулювання подальшого економічного зростання вимагають застосування нетрадиційної монетарної політики, яка, як правило, полягає в скуповуванні довгострокових фінансових активів. Мета цієї політики — збільшити пропозицію грошей і знизити їх вартість без використання облікової ставки, яку далі не можна знижувати. Здійснюючи таку політику, регулятори розраховують, що гроші, які вливаються в банківську систему, направлятимуться на кредитування економіки, що позитивно впливатиме на виробництво та зменшить рівень безробіття.

Результати впровадження політики кількісного пом'якшення ФРС США

Керівництво ФРС США одним з перших у світовій практиці запровадило програму кількісного пом'якшення загальним обсягом близько 4 трлн. дол., яка проводилася у 3 етапи:

— QE1 (з листопада 2008 р. по грудень 2009 р.). Основною метою програми був викуп іпотечних та інших облігацій на суму 1,7 трлн. дол. Таким чином, попереджалося банкрутство великих корпорацій та банків, зокрема "Bank of America", "Morgan Stanley", "Citigroup", "Merrill Lynch";

— QE2 (з листопада 2010 р. по червень 2011 р.). Передбачала купівлю державних облігацій Міністерства США на 600 млрд. дол. (по 75 млрд. дол. на місяць), а також реінвестування до кінця III кварталу 2011 р. у ці самі активи ще 300 млрд. дол. прибутків, отриманих від раніше придбаних облігацій;

— QE3 (з вересня 2012 р. по жовтень 2014 р.). Програма не мала заздалегідь визначеної дати завершення. Таку дату повинні були встановити економічні показники, насамперед, підвищення рівня зайнятості населення. Передбачалось щомісяця витратити 45 млрд. дол. на купівлю казначейських облігацій та 40 млрд. дол. — іпотечних. Як наслідок, за період проведення політики КП баланс активів ФРС США збільшився майже у 5 разів (рис. 1).

Незважаючи на закінчення дії програм QE у США, ФРС продовжує стимулювати економіку за рахунок реінвестування доходів від цінних паперів на балансі. Відповідно, через більш як півроку після завершення третього етапу QE обсяг активів на балансі центробанку США практично не зменшився. Сьогодні складно дати остаточну об'єктивну оцінку результатів та наслідків політики КП ФРС США з позицій її довгострокового впливу на американську та світову економіку. Можна лише зробити певні висновки щодо оперативного впливу запроваджених програм і вжитих заходів, узагальнивши їх поетапно відповідно до поставлених завдань.

Першим завданням, яке постало перед американським регулятором, було недопущення масштабної банківської кризи. Особливу роль при цьому відіграли банкрутство "Lehman Brothers" та масові банківські банкрутства часів Великої депресії, спричинені браком ліквідності. У цих умовах прискорене надання центробанками безпрецедентних обсягів ліквідності через скуповування боргів, операцій репо та прямого кредитування за дисконтними ставками відбулося природним шляхом у рамках існуючої парадигми монетарного регулятора. За оцінкою більшості фахівців, дані заходи слід вважати успішними: колапс банківської системи було зупинено, зниження цін на фінансові активи локалізовано, а втрати заощаджень відсутні.

Вжиті у цей період заходи можна розцінювати як початок кількісного пом'якшення, хоча формалізація даного терміна і теоретичне обґрунтування сут-

ності “нетрадиційної монетарної політики” відбулися вже на етапі подальшого монетарного послаблення з метою стимулювання ділової активності як передумови економічного відновлення.

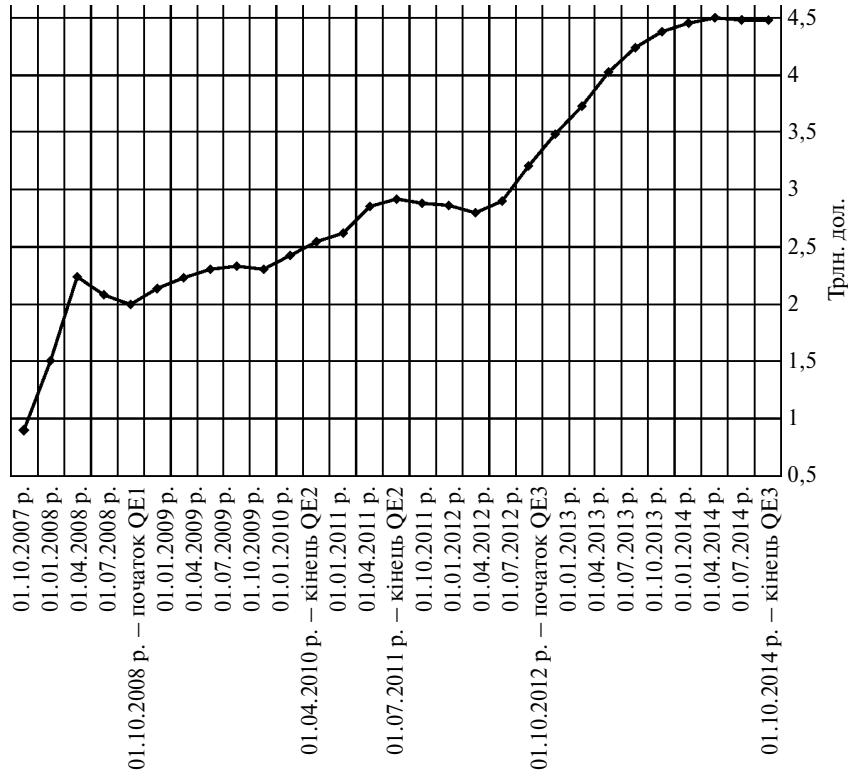


Рис. 1. Динаміка активів ФРС у III кварталі 2007 р. – I кварталі 2015 р.

ФРС США : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedfinancials.htm.

На заваді вирішенню цього завдання стали нульові процентні ставки, які змусили регулятора знову звернутися до емісійних інструментів, що були реалізовані в рамках QE1, у формі “кредитного пом’якшення”. Мета цього заходу – зменшити кредитні спреди та збільшити доступність кредитів для позичальників шляхом купівлі довгострокових цінних паперів і “поганих” активів у банків. Дане завдання слід також визнати виконаним: процентні ставки та кредитні спреди знизилися, довіра до банків підвищилася, поживалась економіка, розпочалося відновлення фондового ринку.

Водночас експерти стали попереджати про загрози посилення інфляційних ризиків та нової “кредитної бульбашки” у разі збереження таких темпів збільшення монетарної бази. Проте ці перестороги не підтвердилися, що збільшило кредит довіри до політики та дій ФРС.

Наступне завдання для ФРС полягало у скороченні спреду за довгостроковими цінними паперами. Зокрема, планувалося знизити премію за ризик, викупивши цінні папери у приватного сектору, і тим самим полегшити боргове навантаження емітентів, розв’язавши їм руки для активізації діяльності. Для вирішення цього завдання були реалізовані QE2 та QE3. Незважаючи на песимізм експертної спільноти, дані завдання також виконано: довгострокові ставки знизилися та спостерігалось поживалення фондового ринку. Проте зростання еко-

номіки практично припинилось, а показник безробіття за період дії QE2 навіть підвищився. Згадана критика заперечувала можливість ФРС знизити за допомогою запланованої програми довгострокові ставки на гіпертрофованому ринку казначейських облігацій, як наслідок, прогнозували загрозу суверенітету центробанку через підвищення концентрації ринку та унеможливлення контрольного згортання політики КП у заплановані строки [2].

У даних умовах складно оцінити ступінь ефективності політики КП. Важливо підкреслити, що метою запровадження такої політики стало формування необхідних умов для здійснення інвестицій у розширення виробництва та фінансування перспективних напрямів економіки. Цього результату поки що не досягнуто, проте слід визнати, що вжиті ФРС США у 2007–2013 рр. монетарні заходи дозволили оперативнo врятувати банківську систему та уникнути обвалу цін на активи, забезпечили кредитне фінансування економічної діяльності, тобто зберегли передумови для економічного зростання. Усе це досягнуто саме завдяки програмам, реалізованим у рамках нетрадиційної монетарної політики.

Проте дві проблеми не дають однозначно схвально оцінити ефективність нової монетарної політики США.

Перша – невпевненість у надійності досягнутого зростання американської економіки: емітована надлишкова ліквідність не перетворилася на очікуване кредитування реального сектору економіки, а лише активізувала короткострокове кредитування та фінансові операції на фондовому ринку. У цілому, з кінця 2008 р. по жовтень 2014 р. на реалізацію програми було використано 3,6 трлн. дол. Ця сума перевищила зростання номінального ВВП (2,5 трлн. дол.) за час дії QE [3]. Невідповідність реального результату очікуваному підтверджують і прогнозні показники розвитку економіки США, які з 2010 р. при уточненні перманентно погіршуються.

Друга – невизначеність шляхів реального повернення до традиційної політики. Незважаючи на офіційне завершення програм кількісного пом'якшення, ФРС планує підтримувати обсяги активів на балансі, що дає підстави говорити про збереження певних елементів політики КП на невизначений строк і відсутність доступних механізмів абсорбції наявної ліквідності.

Вплив політики КП на світові фінансові ринки

Реалізація нетрадиційної монетарної політики на ринках окремих країн світу триває довго і дозволяє зробити певні висновки щодо її ефективності та впливу на економіку інших країн. Програми КП, що послідовно реалізовувались у США, Великобританії, Японії*, дали можливість пом'якшити наслідки фінансової кризи, замортизували падіння ділової активності та цін на фінансові активи, а також запобігли кризі банківських систем, компенсувавши ключовим установам загрозу втрати ліквідності. Емпірично підтвердилися тези, що більша частина

* Японія приєдналася до політики КП пізніше, ніж США і Великобританія. Перші програми КП у Японії запущено у 2013 р. Їх цілі – збільшувати грошову базу на 80 трлн. ієн (672 млрд. дол.) щороку і досягти показників інфляції у 2%. За підсумками засідання керівництва ЦБ Японії 30 квітня 2015 р., програму КП буде продовжено, хоча й прийнято рішення не розширювати її. Щодо Китаю, то він поки ще не запроваджував політику КП. У цілому це можна пояснити тим, що у країні ще є резерв для економічного стимулювання шляхом зниження облікової ставки: 10 травня 2015 р. Народний банк Китаю встановив її на рівні 5,1%, планомірно знижуючи з 21 листопада 2015 р. на 0,5%.

ризиків реалізації даної політики актуалізується на етапах її завершення, коли постануть питання вилучення надлишкової “аварійної” ліквідності та повернення до традиційного монетарного регулювання.

Регулятори, усвідомлюючи складність даного завдання та невпевненість у повній стабілізації фінансових ринків, продовжили політику КП з урахуванням набутого досвіду та розроблених новацій ще на декілька ітерацій. Цей етап можна визнати початком другої фази КП, коли кількісне пом'якшення здійснювалось у більших обсягах, а до реалізації нетрадиційної політики дедалі активніше підключалися і європейські органи влади.

Слід виокремити основну відмінність між цими фазами, яка полягає в тому, що ліквідність емітовано під час першої фази нетрадиційної монетарної політики і переважно спожито на розвинутих ринках, на яких у цей період були досить високими дохідність активів і попит на капітал. Проте, через недовість трансмісійного механізму і, як наслідок, обмежену активізацію реального сектору економіки та падіння дохідності активів на ринках розвинутих країн, друга фаза (з 2010 р. – початок QE2) політики КП відзначилась міграцією великих обсягів капіталу на ринки країн, що розвиваються, де дохідність за активами потенційно є вищою. Відповідно, очікування згортання програм КП спричиняють вплив цього капіталу та погіршують кон'юнктуру на світових ринках [4].

Маючи позитивний вплив на стимулювання експортної діяльності країн-реципієнтів, зростання їх фондового та кредитного ринків, зміцнення національної валюти, політика КП також створює істотні загрози фінансовій стабільності їх фінансових систем. До факторів, які формують такі загрози у країн, що розвиваються, можна віднести такі:

- транскордонна міграція капіталу, яка виникає через політику КП для таких країн, має активно проциклічний характер, що в умовах глобальної фінансової нестабільності посилює відповідні ризики;
- існуючі інструменти монетарної політики таких країн не здатні ефективно впливати на міграцію потоків капіталу;
- збільшення попиту на активи на ринках країн, що розвиваються, залежить від тривалості реалізації політики КП розвинутими країнами і перспектив її завершення (така залежність містить загрозу для фінансового суверенітету країн, що розвиваються).

До цього слід додати, що залежність міграційних потоків капіталу від дій провідників політики КП має переважно складний та непередбачуваний характер. За висновком деяких дослідників впливу політики КП ФРС на світові ринки, багато особливостей транскордонного руху капіталу, спричиненого у період 2007–2011 рр. нетрадиційною монетарною політикою, пояснити досить важко [5].

Ще одним вагомим результатом політики КП у глобальному масштабі слід визнати тривалу дію великих обсягів дешевого “гарячого” капіталу, неузгодженого з реальними макроекономічними чинниками, а переважно орієнтованого на динаміку монетарної політики регуляторів розвинутих країн. Крім того, слід визнати перекручення підходів до оцінки суверенних ризиків та економічних проектів, вартості фінансових активів та інструментів, зумовлене тривалою наявністю великих обсягів дешевого “гарячого” капіталу, не узгодженого з реальними макроекономічними чинниками.

Небезпечним також слід визнати сам наочний приклад масштабної емісії за незмінних показників інфляції, який може деформувати підходи урядів до державного регулювання економіки, зменшивши перестороги до монетизації бюджетного дефіциту. Таке безпечне та ефективне, на перший погляд, "залиття" кризових наслідків ліквідністю демотивує уряди проводити економічні реформи для усунення проблем і ризиків, що загрожують економічному зростанню. Зокрема, тривалий період надходження великих обсягів капіталу до країн, що розвиваються, зумовив послаблення контролю урядів за інфляцією, бюджетним дефіцитом та торговим балансом [6, с. 81].

Глобальний виклик для подальшого розвитку світової економіки полягає у формуванні (під час реалізації нової монетарної політики) надмірної маси інвестиційного ресурсу без наявних цілей його застосування. Непередбачуваність і загрозливий характер неврегульованих потоків капіталу такої потужності являють собою значну небезпеку для багатьох країн, кожна з яких не може самостійно з нею впоратися. Вирішення даної проблеми вимагає розробки глобальної інфраструктурної ініціативи із залучення у реальний сектор накопичених у період кризи та політики КП заощаджень [7].

Слід підкреслити, що спонукальним моментом мобілізації світового інвестиційного ресурсу може стати зростаючий платоспроможний споживчий попит у широких верств населення в країнах Азії, Латинської Америки та Східної Європи *. Дані регіони здатні споживати імпорт як з розвинутих країн, так і з тих, що розвиваються. Реалізація такого сценарію позитивно вплинула б на виробництво і розширила напрями інвестування накопичених у період світової кризи заощаджень. Потрібно також зважати на перспективи розширення внутрішнього ринку і в розвинутих країнах. Зокрема, у США піднесення енергетичної галузі (сланцева енергетика) та ВПК (розгортання військових дій на Близькому Сході) можуть абсорбувати значну частку наявної ліквідності.

Особливості монетарної політики ЄЦБ у попередні періоди

Для узагальнення передумов запровадження політики КП доцільно проаналізувати особливості монетарної політики ЄЦБ попередніх періодів.

Формально початок нового етапу монетарної політики ЄЦБ можна виокремити, прив'язавши його до зміни керівництва: Ж.-К. Тріше та очолюваний ним Європейський центробанк до листопада 2011 р. не підтримували запровадження політики КП. На той час через стурбованість надмірним державним боргом країн ЄС, який вважався найімовірнішою причиною поглиблення фінансової кризи, та значні інфляційні ризики ЄЦБ утримувався від запровадження політики КП. Ж.-К. Тріше як керівник ЄЦБ в основному представляв інтереси провідних країн ЄС, зокрема Німеччини та Франції, які більш консервативно ставляться до політики КП, збільшення обсягів емісії та серйозніше — до інфляційної загрози.

Отже, з настанням фінансової кризи у США ЄЦБ, прогнозуючи приплив американського капіталу та враховуючи згадані ризики, почав проводити досить

* За дослідженням Світового банку, в країнах Азії та Східної Європи доходи найбіднішого населення (40%) у 2005–2010 рр. зросли на 3,8%, у країнах Латинської Америки — на 4,9%. Даний показник продовжував зростати і після початку світової економічної кризи (Shared prosperity: paving the way in Europe and Central Asia [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://documents.vsemirnyjbank.org/curated/ru/2014/04/19426931/shared-prosperity-paving-way-europe-central-asia>).

жорстку монетарну політику, планомірно підвищуючи ставку рефінансування і абсорбуючи довгострокову ліквідність. Водночас для уникнення банкрутств розширено програми з надання короткострокового рефінансування.

Лише з жовтня 2008 р. в умовах поширення кризи ліквідності та підвищення ризиків дефолту в ряді країн Єврозони ЄЦБ пом'якшив монетарну політику, знизивши облікову ставку з 4% до 1%, та започаткував спеціальні програми із забезпечення банків ліквідністю, подовжив строки рефінансування та розширив список активів, що приймалися у заставу. Проте у 2011 р. на фоні позитивного очікування виходу з кризи і початку відновлення фінансових ринків ЄЦБ, остерігаючись зростання інфляції, зробив спробу підвищити ставку рефінансування. Подальша оцінка показників монетарних агрегатів, інфляції та ділової активності не підтвердила такі очікування (рис. 2).

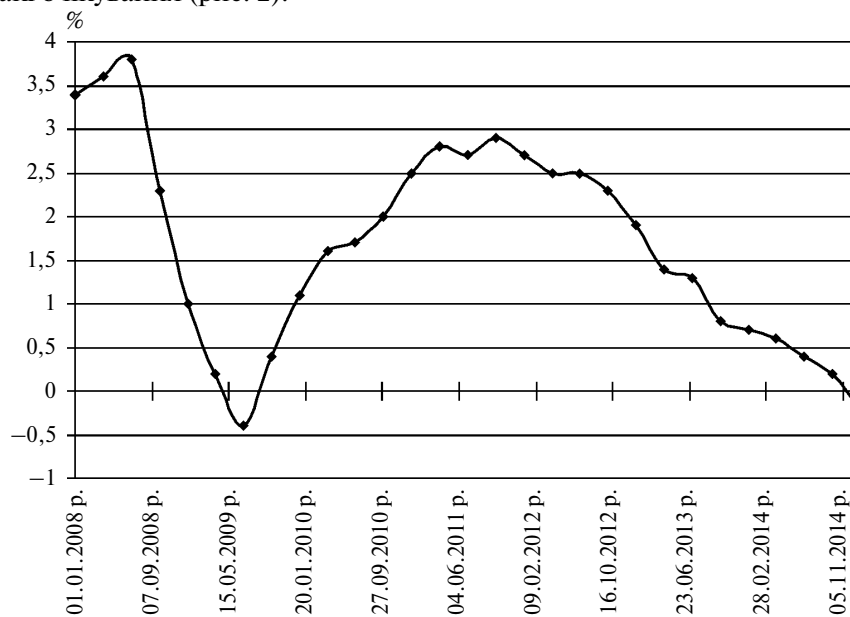


Рис. 2. Динаміка показника інфляції в Єврозоні у 2008–2014 рр.

ЄЦБ : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>.

У листопаді 2011 р. М. Драгі, який змінив на посаді голови ЄЦБ Ж.-К. Тріше, ініціював вжиття ряду заходів, які не суперечили політиці КП. Він офіційно підтримав раніше оголошений курс на скорочення державних боргів та бюджетного дефіциту, стримування інфляції, кардинально знизив облікову ставку і запровадив ряд значних за обсягами довгострокових програм рефінансування та програм цільового рефінансування (табл. 1, 2).

Що стосується ефективності та наслідків реалізації зазначених програм, то слід підкреслити: програми, орієнтовані на підтримку ліквідності, реалізовано практично повною мірою, тоді як програми цільового рефінансування, орієнтовані на кредитування реального сектору економіки, викликали доволі обмежений інтерес (див. табл. 1, 2). У цілому слабкий інтерес до програм стимулювання ЄЦБ, падіння процентних ставок за державними цінними паперами до рекордних значень і розміщення банками депозитів у центробанках під від'ємні проценти свідчить про те, що європейські ринки вже перенасичені ліквідністю, але кредитування реального сектору зростає дуже невпевнено (у другій половині

2014 р. знову фіксувалася низхідна динаміка). Незначний попит на кредити може істотно обмежити ефективність нової політики КП.

Таблиця 1

Характеристики довгострокових програм рефінансування ЄЦБ *

Програма	Дата початку	Дата закінчення	Строк дії (дні)	Процентна ставка (%)	Профінансовано (млрд. євро)
LTRO **	22.12.2011 р.	29.01.2015 р.	1134	0,15	489,2
LTRO.....	01.03.2012 р.	26.02.2015 р.	1092	0,15	529,5
LTRO.....	24.09.2014 р.	26.09.2018 р.	1463	0,15	82,6
LTRO.....	25.09.2014 р.	18.12.2014 р.	84	0,05	11
LTRO.....	30.10.2014 р.	29.01.2015 р.	91	0,05	10,2
MRO ***	26.11.2014 р.	03.12.2014 р.	7	0,05	114,3
LTRO.....	27.11.2014 р.	26.02.2015 р.	91	0,05	18,3

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

** Довгострокові операції з рефінансування.

*** Основні операції з рефінансування.

Таблиця 2

Програми цільового рефінансування ЄЦБ *

(млрд. євро)

Програма	Дата початку	Надане фінансування
Цільові довгострокові операції з рефінансування (Targeted long-term refinancing operation).....	вересень 2014 р.	86,2
Програма викупу забезпечених облігацій (Covered bond purchase programme).....	листопад 2014 р.	29,4
Програма підтримки ринку цінних паперів (Securities markets programme).....	листопад 2014 р.	143,9
Програма викупу забезпечених облігацій 2 (Securities markets programme 2).....	листопад 2014 р.	13,0
Програма викупу забезпечених облігацій 3 (Securities markets programme 3).....	листопад 2014 р.	12,7
Програма викупу цінних паперів, забезпечених активами (Asset-backed security purchase programme).....	листопад 2014 р.	0

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

Зміст та орієнтири нової монетарної політики ЄЦБ

Головними передумовами запровадження нової монетарної політики в ЄС стали загроза розгортання дефляційної спіралі у Єврозоні, негативний прогноз зростання ВВП та недовіра до процентних ставок, знижених майже до нуля (0,05% з вересня 2014 р.). Отже, керівництво ЄЦБ прийняло рішення про масштабний викуп облігацій у Єврозоні з метою створення надлишкової кредитної пропозиції на ринках, формування позитивних інфляційних очікувань і прискорення інфляції. Для цього ЄЦБ планує витратити з березня 2015 р. по вересень 2016 р. 1,08 трлн. євро на викуп суверенних та корпоративних облігацій урядів і підприємств Єврозони.

ЄЦБ оголосив такий механізм впровадження програми:

- 1) з березня 2015 р. розпочався викуп державних і корпоративних облігацій з періодом погашення від 2 до 30 років на суму 60 млрд. євро щомісяця;
- 2) до програми на початковому етапі включено неборгові цінні папери країн, які отримують допомогу від ЄС або МВФ. Умова потрапляння до програми викупу — наявність інвестиційного рейтингу;

3) розмежування ризиків між ЄЦБ та центробанками країн-членів. ЄЦБ викупуватиме 20% бондів, а національні центральні банки – 80%;

4) передбачається, що 12% коштів програми підуть на викуп боргових паперів, емітованих агентствами та інституційними учасниками ЄС, решта – на купівлю державних облігацій;

5) орієнтиром для досягнення стане доведення інфляції до 2% з сьогоднішніх –0,2%;

6) визначено ліміти на купівлю державних облігацій: до 25% від кожної емісії та не більше 33% від боргу кожного емітента. Обсяги купівлі розраховуватимуться з розмірів внесків центробанків окремих країн у капітал ЄЦБ.

Як і остання програма фінансових органів США, основним критерієм згортання КП у ЄС є не часовий показник (певна дата), а досягнення макроекономічних параметрів (рівень інфляції). За прогнозами, такий рівень може бути досягнутий до вересня 2016 р. У цілому слід зазначити, що ЄЦБ надає загальну інформацію щодо механізму та інструментів програми КП та не вказує кінцеві строки її реалізації, мотивуючи це небажанням формувати очікування, які можуть вплинути на суверенні рейтинги та процентні ставки. Це є характерною відмінністю європейського КП від американського, оскільки ФРС ще до початку програми КП випустила спеціальний календар, у якому відображено всі заплановані купівлі із зазначенням дати, сум і детальних характеристик та складу портфеля, що викупувався.

Як результат політики КП, ЄЦБ очікує зниження дефляційного ризику та економічного зростання. Крім доведення інфляції до 2%, іншою метою даної програми є стимулювання кредитування. На сьогодні темпи приросту кредитів нефінансовим корпораціям лишаються незадовільними: –1,3% у листопаді 2014 р., хоча спостерігається певне відновлення після мінімуму –3,2% у лютому 2014 р. *. Станом на березень 2016 р., підсумкові дані за 2015 р. ще не опубліковано, але, за останніми оцінками Єврокомісії, здійсненими у 2016 р., зазначене коригування даних переважно підтверджується. Так, зростання ВВП Єврозони у 2015 р. має становити 1,6%, безробіття зменшиться на 0,6%, інфляція дорівнюватиме 0,0%; бюджетний дефіцит – 2,2%, а державний борг країн Єврозони – 93,5% ВВП. Також останній економічний прогноз Єврокомісії практично без змін залишає більшість показників на 2016 р. Винятком є інфляція: зростання ВВП Єврозони становитиме 1,7%, безробіття скоротиться ще на 0,5%, інфляція дорівнюватиме всього 0,5%, бюджетний дефіцит – 1,9%, а державний борг продовжить скорочуватися до 92,7% ВВП. У цілому слід визнати, що реалізація програми КП в Єврозоні у 2015 р. не дала помітних результатів, а інфляція продовжує істотно відставати від цільових показників **.

Проголошуючи політику КП, ЄЦБ особливо застеріг уряди країн від істотного збільшення загальних обсягів державних боргів. Оскільки існує загроза перетікання поточної фінансової кризи у кризу державних фінансів, останнім часом, зокрема в умовах стагнації, значно зросли суверенні борги багатьох країн світу. Так, серйозні боргові проблеми є у США, Японії, Великобританії, Іспанії та Італії [8, с. 7].

Звернемо увагу на цільовий вплив політики КП ЄЦБ на державні борги країн-учасниць через одну з особливостей механізму її реалізації. Викуп державних

* European economic forecast, Winter 2015, European Commission : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee1_en.pdf.

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

боргів у рамках цієї програми дозволяє їх реструктуризувати на більші строки, знизити процентні ставки по них і, як наслідок, покращити суверенні кредитні рейтинги та сприяти загальному зниженню ринкових кредитних ставок.

Перспективи нової монетарної політики ЄЦБ

Науковці та аналітики неоднозначно оцінюють перспективи і ефективність нової монетарної політики та її трансграничний вплив. Позитивні оцінки її перспектив базуються на припущенні, що стимулювання економічного зростання в розвинутих країнах сприяє формуванню стабільних макроекономічних і фінансових умов, які допомагають розширенню сукупного попиту, в тому числі й на експортну продукцію країн, що розвиваються. Тим самим досягається глобальний позитивний ефект.

Проаналізувавши досвід проведення політики КП, можна констатувати, що для країн-реципієнтів інтенсивне вливання ліквідності, забезпечене максимально можливим зниженням процентних ставок, справляє позитивний вплив на стабілізацію фінансових ринків, запобігає масовим банкрутствам та падінню цін на активи, проте не приводить до активізації кредитної та інвестиційної діяльності в економіці.

Потрібно звернути увагу на такі ризики політики кількісного пом'якшення у ЄС:

- політика КП може неконтрольовано прискорити інфляцію, якщо переоцінити обсяги вливання грошей в економіку;
- кількісне пом'якшення не виправдає себе, якщо емітовані в економіку гроші підуть не на розширення кредитування, а на надування "фондових бульбашок" або накопичення банками готівкової ліквідності;
- девальвація валют країн, де діє програма кількісного пом'якшення, що може призвести до "валютних воєн";
- збитки для кредиторів країни та імпортерів, при цьому експортери та дебітори залишаються у вигаді.

Збільшення експортного потенціалу та привабливості економік країн, що розвиваються, може привести до припливу великих обсягів емітованого на розвинутих ринках капіталу, який може справляти істотний тиск на національні валюти, що спричинить перегрів фінансових ринків. При цьому поглибиться диференціація розміру процентних ставок на ринках як провідних країн, так і тих, що розвиваються. Це ще більше стимулюватиме неврівноважене перетікання капіталу, кредитні буми, виникнення "фінансових бульбашок" на ринках активів останніх.

Істотним обмежуючим фактором слугує невідповідність наявного інструментарію монетарної політики сучасним викликам фінансово-економічної кризи, зумовленої дисбалансом і відокремленням фінансового сектору від реальної економіки.

Незважаючи на те, що ЄЦБ затвердив для себе ліміти викупу на рівні 33% за одним емітентом і 25% за одним випуском цінних паперів, є побоювання щодо можливого розширення викупу при реалізації негативних сценаріїв. Такими можуть стати уповільнення економічного зростання у США або Китаї та нові дефляційні ризики у самому ЄС. Треба зазначити, що в ЄС спостерігається дефіцит боргових інструментів з кредитним рейтингом інвестиційного класу, тому розширення викупу може здійснюватися за рахунок купівлі інструментів з відмінни-

ми характеристиками. Регулятор заявив про купівлю цінних паперів, що мають дохідність, не нижчу від 0,2%, але обсяги облігацій з від'ємною дохідністю займають вагомую частку в активах, сягаючи у деяких країнах Єврозони 40% (рис. 3).

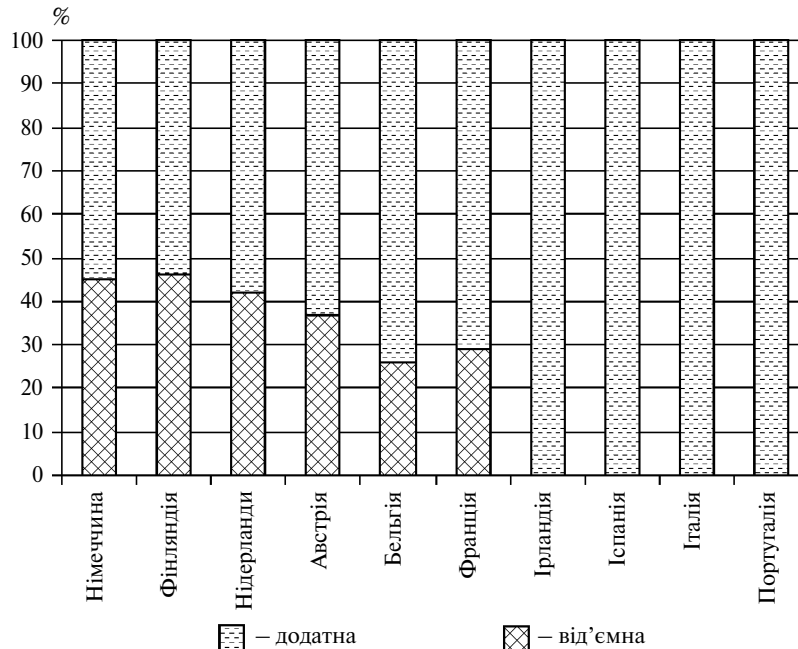


Рис. 3. Активи з від'ємною дохідністю в країнах – членах ЄС

Складено за даними ЄЦБ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scr/wps/ecbwp1587.pdf>, <http://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/shared/pdf/2financialstabilityreview201411.en.pdf?2b15ed610c1ca69aa18fc9e835f9447c>.

У цілому обсяг облігацій ЄС, що мають від'ємну номінальну процентну ставку, за деякими оцінками, становить 1,2 трлн. євро (25% від загальної кількості облігацій ЄС), тоді як ще у жовтні 2014 р. не перевищував 500 млрд. євро *. Виходячи з даного факту, імовірним сценарієм розвитку подій слід визнати перетікання значного обсягу емітованих коштів з європейського ринку капіталу на американський, де спостерігається економічне пожвавлення та очікується зростання процентних ставок.

Сьогодні інвестори почали виводити свої активи з євро. Цю тенденцію підхопили світові центробанки. Частка євро в резервах світових центробанків впала на 28% порівняно з піковим 2009 р. і досягла мінімального рівня IV кварталу 2011 р., коли в Європі розпочалася боргова криза. Падіння євро порівняно з іншими валютами та низька дохідність облігацій країн – членів ЄС зробили їх нецікавими для інвесторів. Дохідність облігацій Німеччини та Нідерландів становить лише 0,25%, дохідність іспанських та італійських цінних паперів, які оцінюються як облігації з більш високим ризиком, – усього 1,25% **.

На європейських фондових ринках уже спостерігається вплив коштів, вкладених в європейські облігації, темпи якого перевищують приплив інвестицій в

* Обсяг суверенних бондів з отрицательной доходностью в еврозоне достиг рекордных 1,2 трлн. евро [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bin.ua/news/finance/finances/166387-obem-suverennykh-bondov-s-otricatelnoy-dohodnostyu.html>.

** Для порівняння: десятирічні казначейські облігації США мають дохідність 2,13%.

європейський ринок акцій (рис. 4). В основному інвестиційний ресурс перерозподіляється до більш дохідних ринків США та країн Азії.

Успішні країни ЄС, очікуючи розгортання політики КП ЄЦБ, встановили від'ємну дохідність за короткостроковими облігаціями. Зокрема подібним чином діяла Фінляндія. При цьому попит на її державні облігації під від'ємну дохідність у 1,5 раза перевищив пропозицію. Це свідчить про наявність у інвесторів значних обсягів надлишкової ліквідності.

Водночас менш успішні країни європейської периферії (Іспанія, Італія, Ірландія та ін.) тримають ставки вище нуля. Серед країн ЄС з ринками, що розвиваються, лише Польща першою розмістила у травні 2015 р. державні облігації під від'ємну процентну ставку (на суму 605 млн. дол. під $-0,213\%$).

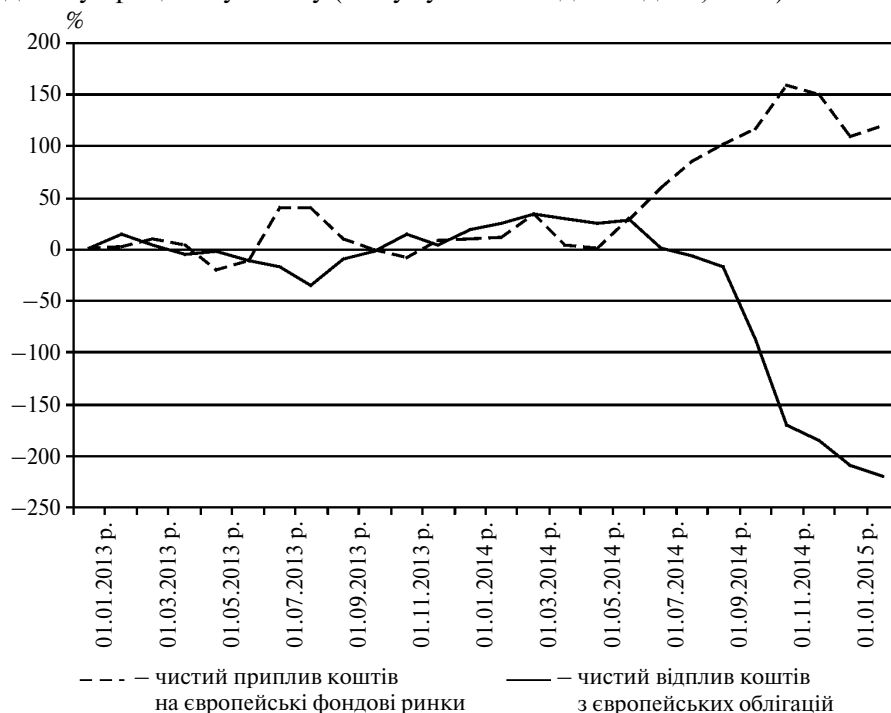


Рис. 4. Динаміка обсягів припливу (відпливу) коштів на фондових ринках країн ЄС у 2013–2015 рр.

ЄЦБ : Офіційний сайт [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://www.ecb.europa.eu/stats/services/escb/html/index.en.html>.

Незважаючи на те, що програма ЄЦБ, запланована в рамках політики КП, є подібною до програм КП, які реалізовувались у США та Японії, існує ряд особливостей, які ускладнюють її реалізацію в Єврозоні. Це викликано меншим ступенем централізації монетарної влади і, як наслідок, недосконалим механізмом прийняття рішень. Крім того, потрібно взяти до уваги широке коло реципієнтів фінансової допомоги з різними кредитними рейтингами, що ускладнює раціональний вибір країн, борги яких купуватимуться.

Вагомим фактором виступає і розшарування країн – членів ЄС за рівнями економічного розвитку, безробіття, номінального ВВП на душу населення тощо. Кожна з країн Єврозони проводить самостійну бюджетну політику. Європейські країни – члени ЄС мають істотні структурні диспропорції. Програма кількісного пом'якшення може призвести до ще більшого посилення такого розшаруван-

ня. Тому останнім часом наголошується на необхідності структурних реформ, спрямованих на вирішення актуальних економічних проблем європейських економік. Без цього така політика може мати негативні наслідки, чим ще більше посилить економічну нерівність між країнами ЄС.

З огляду на ризики, прогнози ЄЦБ та Європейської комісії щодо результатів європейського КП є стримано позитивними. Голова МВФ К. Лагард в офіційному прес-релізі схвалила оголошені заходи та зазначила, що основні зусилля урядів країн ЄС повинні бути спрямовані на реалізацію бюджетних і структурних реформ*. Канцлер ФРН А. Меркель також підкреслила важливість власних економічних реформ урядів країн-членів, незалежно від нової політики ЄЦБ. Крім того, слід підкреслити, що М. Драгі на презентації нової монетарної політики наголосив на необхідності підтримки бюджетних реформ політиками європейських країн як головної умови їх ефективності.

Деякі експерти та інвестори оцінюють дієвість програми досить скептично. Зокрема, П. Кругман зазначає, що, попри вірний вибір політики КП, вона є недостатньо агресивною, запроваджується із запізненням і не узгоджена з лібералізацією фіскальної політики, тому не можна очікувати від неї істотних позитивних результатів. Подібну думку висловив Б. Гросс: “Занадто мало і занадто пізно... Не думаю, що кількісне пом’якшення буде настільки ж ефективно в Європі, як в США. Кількість цінних паперів, які можна купити, обмежена, а процентні ставки зараз такі низькі, що зовсім не обов’язково, що банки будуть використовувати гроші для інвестування в реальну економіку”**.

За прогнозами “Standard & Poor’s”, сильного впливу програми КП на фінанси країн європейської периферії не буде. Це стосується всіх країн, які мають великі боргові навантаження та слабкий попит на кредити.

У Доповіді Бундесбанку*** розкритиковано застосування ЄЦБ нетрадиційних монетарних інструментів і підкреслено, що традиційні інструменти і програми щодо купівлі цінних паперів, які прийняті у вересні 2014 р., є достатніми як заходи із стимулювання, а програма QE несе у собі більше ризиків, ніж позитивного ефекту для стимулювання кредитування банками.

Специфіка ЄС полягає в тому, що бюджетна політика формується для кожної країни окремо, на відміну від монетарної, де єдина національна валюта вимагає спільних монетарних заходів. Це може призвести до того, що центробанк стане найбільшим кредитором для країн – членів Єврозони, саджаючи їх на “кредитну голку”. Зміна ситуації з проведенням жорсткої політики та підвищенням процентних ставок може спричинити тиск країн-членів на центробанк.

Дж. Сорос вважає, що емісія 1,1 трлн. євро матиме негативний вплив, поглибить соціальне розшарування, збільшивши розрив між багатими та бідними (у тому числі й на міжнародному рівні), оскільки “надмірна опора на монетарну політику зазвичай призводить до збагачення власників нерухомості і водночас сприяє зниженню заробітної плати” [9].

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

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

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

Отже, очікування наслідків нової монетарної політики ЄЦБ є різними: від стримано позитивних (офіційних інститутів) до скептичних і негативних (фахівців та інвесторів). З боку останніх, це можна розцінювати і як формування ринкових очікувань, оскільки практично всі вони у своїх висловлюваннях є солідарними стосовно невідворотного ослаблення євро. Одразу після проголошення рішення про запровадження нової монетарної політики курс євро знизився до 1,14 дол., тобто до рівня 2003 р. За прогнозами деяких аналітиків Goldman Sachs, до кінця 2017 р. євро в парі з долларом може досягти паритету.

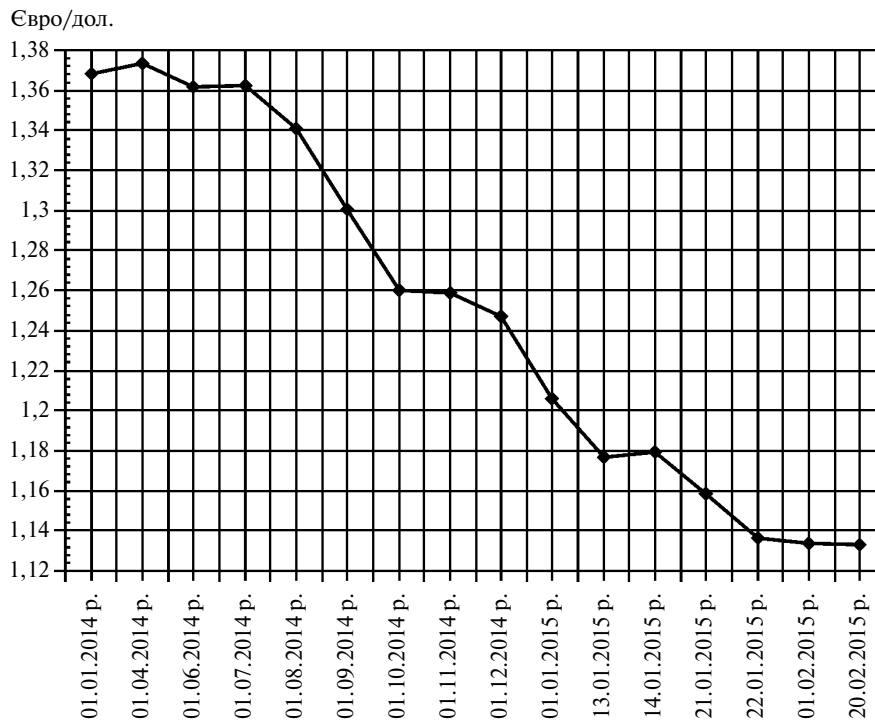


Рис. 5. Динаміка курсу євро до долара напередодні та після проголошення ЄЦБ нової монетарної політики

ЄЦБ : Офіційний сайт [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>.

Хоча ЄЦБ зазначив, що не йдеться про цільову девальвацію євро, перспективи розгортання конкурентної девальвації у світі слід оцінювати як цілком імовірні. Останні декілька років курс євро відносно долара залишався доволі високим, і це стримувало зростання експорту у країнах Єврозони. Сьогодні девальвація євро багатьма експертами визнається як найбільш перспективний позитивний наслідок політики КП. У цих умовах може бути зроблена спроба знизити курс національних грошових одиниць країнами, що не входять до Єврозони.

Вплив політики КП на економіку країн ЄС

Незважаючи на нетривалий період, що минув від початку реалізації політики КП у ЄС, за доступною інформацією та сформованими очікуваннями можна зробити попередні прогнозні висновки щодо перспектив її впливу на економіку країн ЄС.

На сьогодні найвагомим наслідком, який вже фактично реалізується, є істотне (до 20%) ослаблення євро, а результатом — зростання цінової конкурентоспроможності європейських виробників та подорожчання імпорту.

Значні обсяги емітованої ліквідності можуть стимулювати попит на європейських ринках. Це повинно створити умови для ширшого використання виробничих потужностей. Разом з подорожчанням імпортованих товарів збільшення попиту може вплинути на зростання інфляції, що підтверджується і прогнозними інфляційними очікуваннями на 2015–2020 рр.

Країни з найбільш розвинутими економіками, які не входять до Єврозони (Швейцарія, Великобританія, Данія, Швеція тощо), від нової монетарної політики чекають загрози припливу значних обсягів капіталу, переважно спекулятивного, та ревальвації курсу національних валют, що може негативно позначитися на їх експортному потенціалі. Для нівелювання таких ризиків потрібні зміни в монетарній політиці країн.

Так, Данія, запобігаючи припливу надмірних обсягів спекулятивного капіталу, за період з січня по лютий 2015 р. в чотири етапи знизилася депозитна ставка з $-0,05\%$ до $-0,75\%$ і кредитна ставка — з $0,2\%$ до $0,05\%$.

Національний банк Швейцарії (НБШ) 15 січня 2015 р. скасував встановлений з 2011 р. максимум у 1,2 швейцарського франка за євро, що у перший же день призвело до ревальвації швейцарського франка на 39%. З початку світової фінансової кризи 2008 р. швейцарський франк зберігав свою привабливість як надійна та стійка валюта. Великі обсяги вкладень в нього вимагали значних витрат ресурсів центробанку на підтримку встановленої межі в 1,2 франка за євро. У передумовах подальшого ослаблення євро і припливу ще більших обсягів капіталу монетарна влада Швейцарії заздалегідь зробила спробу попередити зростання витрат. У відповідності із зазначеним заходом, НБШ також знизив процентну ставку за безстроковими депозитами від $-0,25\%$ до $-0,75\%$, а цільовий діапазон ключової ставки НБШ з $(-0,75\%) - (-0,25\%)$ до $(-1,25\%) - (-0,25\%)$ *. Попри застосовані заходи, у березні 2015 р. НБШ погіршив свій прогноз зростання ВВП на 2015 р. і повідомив про високий ризик дефляції у 2016 р. на рівні $0,5\%$.

Швеція у лютому 2015 р. перейшла до від'ємної облікової ставки, знизивши її з 0 до $-0,1\%$. Водночас ще до початку європейських програм КП уряд Швеції випустив державні облігації на суму 1,04 млрд. дол., які викупив її ЦБ. Таким чином, для успішних країн ЄС, що не входять до Єврозони, нова монетарна політика становить серйозні фінансові виклики, пов'язані з припливом спекулятивного капіталу, що чинитиме тиск на національні валюти. При цьому поширення від'ємних ставок на заощадження може посилити мотивацію економічних суб'єктів до витрат та інвестицій.

Водночас для країн Центральної та Південної Європи, що постраждали внаслідок кризи, та менш розвинутих країн Східної Європи, що не входять до Єврозони, політика КП від ЄЦБ відкриває ширші перспективи. Так, для країн PIIGS (Португалія, Ірландія, Італія, Греція та Іспанія), які зазнали відчутних втрат через поточну кризу і потерпають від високого рівня заборгованості, отже, потре-

* Національний банк Швейцарії: Офіційний сайт [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.snb.ch/en/i/about/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates#t2.

бують фінансової допомоги, дана монетарна політика може мати позитивний результат у зв'язку з перспективами зниження боргового навантаження як на державному рівні, так і на рівні бізнесу та домогосподарств. Це пов'язано з тим, що банківські кредити в Європі надаються в основному під плаваючі ставки, а нова політика КП орієнтована на їх зниження.

У період зростання курсу євро до долара зростав і курс євро до юаня, відповідно, в Європі китайський імпорт мав значні економічні переваги перед товарами країн ЄС. Це особливо підривало економічний потенціал менш розвинутих країн Східної Європи (Угорщини, Румунії, Чехії, Польщі, Болгарії тощо). Розміщення в них виробничих потужностей втрачало економічну доцільність, а інвестиційний капітал з ЄС перетікав на азійські ринки [10]. В умовах здорожчання китайського імпорту зростають конкурентні переваги європейської продукції.

Висновки

У сучасних реаліях складно оцінити ступінь ефективності політики КП. Важливо підкреслити, що політика КП у США була запроваджена з метою формування необхідних умов для здійснення інвестицій у розширення виробництва та фінансове стимулювання економічного зростання. Даного ефекту поки що досягти не вдалось: емітована ліквідність не перетворилася на очікуване кредитування реального сектору економіки, а лише активізувала короткострокове кредитування та стимулювала зростання фондового ринку США. Крім того, не визначено шляхи припинення програм КП. Незважаючи на офіційне завершення КП, ФРС планує підтримувати обсяги активів на балансі, що дає підстави говорити про відсутність доступних механізмів абсорбації емітованої ліквідності.

Водночас слід визнати, що монетарні заходи, вжиті ФРС США у 2007–2013 рр., дозволили оперативнo врятувати банківську систему, уникнути обвалу цін на активи, забезпечили кредитне фінансування економічної діяльності.

Політика кількісного пом'якшення ЄЦБ також може мати позитивний ефект, але наскільки він буде продуктивним і тривалим, сьогодні визначити неможливо. Одним з прямих ефектів масштабної емісії Центрального банку ЄС стане ослаблення курсу євро, що принесе бонуси експортерам країн-членів, знизить доходи за облігаціями, зменшить боргове навантаження у країнах ЄС з високим рівнем боргу (країни PIIGS).

Потрібно очікувати продовження зростаючого тренду фондового ринку в країнах, де застосовується програма: по-перше, збільшення виробництва стимулює приплив інвестицій; по-друге, ліквідність, яка не йде на кредитування, абсорбується на фондовому ринку.

Результати політики КП ФРС США дають підстави припустити, що європейські комерційні банки в умовах нової політики збережуть ознаки функціональної деформації: замість кредитування та інвестування в реальну економіку вони можуть продовжити надавати перевагу хеджуванню ризиків, вкладаючи кошти в надійні активи, зокрема державні облігації. Водночас, якщо припустити, що в разі запланованого зниження дохідності європейських державних облігацій зміниться структура портфелів на користь корпоративних облігацій, то виробничий сектор може одержати фінансову підтримку (для задоволення зро-

стання споживчого попиту) через фондовий ринок. У цілому зростання реального ВВП у Єврозоні має конкретні перспективи.

Разом з тим потрібно зазначити, що навіть такої масштабної програми може виявитися недостатньо для ліквідації основних проблем європейської економіки: низькі темпи економічного зростання, сталі високі показники безробіття і рівні державних боргів, а також необхідність структурних реформ (оптимізація бюджетних витрат, активізація ринку праці). Саме вирішення останньої проблеми може забезпечити передумови для тривалого і масштабного піднесення європейської економіки. Великий потенційний ризик політики КП в Європі полягає в тому, що, як і в інших країнах, вона може знизити стимули для проведення цих реформ і відтермінувати їх реалізацію. Зокрема, такі побоювання висловлює уряд Німеччини і стосуються вони таких країн, як Італія, Іспанія, Франція та Греція, де проблеми державного боргу і ринку праці вимагають істотних структурних реформ.

Політика кількісного пом'якшення, яку проводили США, Японія, Великобританія у 2008–2013 рр., мала досить обмежений вплив на фінансові ринки України через несприятливий інвестиційний клімат, недорозвинутість фінансових ринків та обмежений перелік фінансових інструментів, а також тривалі економічну, політичну та банківську кризи в країні. Водночас кількісне пом'якшення, що розпочав ЄЦБ, може мати більше значення для вітчизняних ринків. Зміцнення зв'язків та інтеграція з країнами ЄС підвищують потенційну доступність капіталу, емітованого ЄЦБ в рамках політики КП. Крім того, для української економіки найпомітніші наслідки може мати вплив девальвації євро до долара, зокрема, через зниження обсягів виручки експортерів, припливу іноземної валюти в країну (від співвітчизників, які працюють в Європі), а також скорочення золотовалютних резервів внаслідок переоцінки їхньої складової у євро. При цьому як позитивний результат слід зазначити певне зменшення державного боргу, номінованого в євро. Також потрібно підкреслити ймовірність появи помітних обсягів відносно дешевих кредитних ресурсів у дочірніх структур європейських комерційних банків та МФО, що може поживити кредитування.

Таким чином, зміна монетарної політики ЄЦБ, скоріше, не обмежиться лише оголошеною програмою, тому слід очікувати запровадження нових заходів, зокрема, розширення програм. Потрібно також мати на увазі, що можливий провал нової монетарної політики ЄЦБ та поглиблення фінансово-економічної кризи в Єврозоні справлятимуть негативний вплив на стан економіки України.

Отже, слід більше уваги приділити аналізу монетарних заходів і розгортанню монетарних процесів у ЄС, оскільки в умовах розширення інтеграційних зв'язків, посилення відкритості фінансової системи України та доволі суперечливих процесів в Єврозоні нам потрібно посилити готовність адекватно реагувати на пов'язані з цим виклики або, навпаки, нові перспективи. Подальший аналіз досвіду застосування розвинутими країнами світу нетрадиційних монетарних інструментів, ризиків виходу з програми кількісного пом'якшення та можливих наслідків впровадження нової монетарної політики може стати орієнтиром для застосування такого інструментарію в Україні в майбутньому.

Список використаної літератури

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 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2013/12/19/the-long-farewell-to-quantitative-easing>.
3. *Роуч С.* Міфи про кількісне пом'якшення [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://forbes.ua/ua/opinions/1387545-mifi-pro-kilkisne-pomyakshennya>.
4. *Кораблин С.* Какая экономика, такой и курс // Дзеркало тижня [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <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 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <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 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <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 // Дзеркало тижня [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zn.ua/WORLD/dzhordzh-soros-predostereg-ot-pechataniya-novyh-evro-164806.html>.
10. *Шанран В.* Євро на американських гірках. Зліт чи нове падіння? // Європейська правда. — 2015. — 23 березня [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <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]. *Dzerkalo Tyzhnya – 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]. *Dzerkalo Tyzhnya – 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].

Стаття надійшла до редакції 18 червня 2015 р.
і була оновлена 14 березня 2016 р.
