

DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2019.04.068>

УДК: 336.711

JEL: E520, E580, O250

**Наталія Шелудько**

## ЗГОРТАННЯ НЕТРАДИЦІЙНОЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ: ОБМЕЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ<sup>1</sup>

Для подолання світової фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. у розвинутих країнах було задіяно нетрадиційний інструментарій грошово-кредитної політики, що складається з кількісних пом'якшень з відповідним прискореним нарощенням зобов'язань центробанків; фактично підтримання множинності їхніх цілей, у тому числі щодо забезпечення фінансової стабільності та зниження рівня безробіття; розширеної участі центробанків у фінансуванні бюджетних дефіцитів урядів. Вжиті заходи сприяли подоланню рецесії в розвинутих країнах і переходу на траєкторію економічного зростання. Практика нормалізації грошово-кредитної політики, яку започаткували в США, передбачала поступове підвищення ключової процентної ставки і скорочення активів центробанків. Проте фактично у багатьох розвинених країнах практика нетрадиційної грошово-кредитної політики все ще зберігається і є важливим чинником, що визначає тенденції розвитку глобальної економіки. Загалом результати цієї політики можна оцінювати по-різному, але для України важливим є висновок щодо релевантності у питаннях реалізації грошово-кредитної політики для стимулювання розвитку економіки. Глобальна нестабільність, яка дедалі виразніше детермінується торговельними війнами та іншими формами протекціонізму, формує виклики (насамперед у частині збереження / нарощення експортного та виробничого потенціалу). Для економіки України, яка є вразливою до зовнішніх шоків, зазначені фактори в поєднанні з внутрішніми осередками нестабільності формують комплекс складних завдань, зокрема щодо припинення подальшої втрати інвестиційного потенціалу, на вирішення яких має бути раціонально спрямований інструментарій грошово-кредитної політики.

**Ключові слова:** грошово-кредитна політика, центральні банки, глобальна нестабільність, економічне зростання.

Як очікувалось, у міру локалізації основних кризових чинників і виходу на траєкторію стабільного розвитку в країнах глобального економічного ядра відбудеться поступовий відхід від нетрадиційної ГKP та

---

Шелудько Наталія Михайлівна (n.sheludko@ukr.net), д-р екон. наук, проф.; завідувач відділу грошово-кредитних відносин ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України". ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>

<sup>1</sup> Статтю підготовлено у рамках цільової комплексної програми наукових досліджень НАН України "Соціально-економічний розвиток України в умовах глобальної нестабільності" (номер держреєстрації 0119U001726).

© Н. Шелудько, 2019

її нормалізація<sup>2</sup>. У вересні 2014 року у США було оголошено про нормалізацію ГКП за рахунок підвищення ключових процентних ставок та поступового згортання балансу ФРС<sup>3</sup>. Дещо згодом про аналогічні заходи було оголошено керівництвом банку Англії<sup>4</sup>. Однак де-факто, за винятком Британії та США, в розвинених країнах Заходу (ЄС та Японії) період нетрадиційної ГКП все ще триває.

У ситуації, коли процес нормалізації ГКП затягнувся, перспективи світової економічної динаміки залишаються неоднозначними<sup>5</sup>, актуалізувались дискусії з приводу того, чи не перетвориться нетрадиційний інструментарій ГКП на традиційний; більше того – йдеться про нову парадигму й навіть про нову еру грошово-кредитної політики<sup>6</sup>. На з'ясування, наскільки реалістичними є такі перетворення в нинішніх обставинах, і спрямована ця стаття.

### **Еволюція інструментарію центральних банків після Великої рецесії (2008–2009 рр.)<sup>7</sup>**

Як уже зазначалось, через необхідність подолання наслідків фінансової кризи 2008–2009 років наприкінці 2008 року ФРС перейшла до використання нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики. У грудні 2008 року цільова ставка по федеральних фондах (*federal funds target rate – FFTR*) була опущена до значення 0–0,25%. Йдеться, насамперед, про так зване кількісне пом'якшення (*Quantitative Easing – QE*), у рамках якого здійснювався викуп різних активів, зокрема, облігацій іпотечних агентств і казначейських облігацій, а також проведення операцій "твіст" (*Operation Twist*) – заміщення у портфелі ФРС короткострокових паперів довгостроковими. Застосування комплексу цих заходів зумовило розширення та зміну структури балансу ФРС та певною мірою вплинуло на різні сфери економічної та фінансової активності як у США, так і всьому світі.

Завдяки використанню цих підходів ФРС вдалося досягти своєї проміжної мети (зниження загального рівня ставок, у тому числі за довгостроковими фінансовими інструментами). Цей ефект мав місце для

<sup>2</sup> Десятиліття тому для подолання наслідків глобальної економічної кризи центробанки розвинених країн задіяли нетрадиційний інструментарій грошово-кредитної політики (*unconventional policy tools*). Див. докладніше: Вишневский и др., 2017. С. 6–10.

<sup>3</sup> Board of Governors of the Federal Reserve system (2018). The Fed – Policy Normalization. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization.htm>

<sup>4</sup> Martin W. Bank of England hikes rates for the 2nd time since the financial crisis. [online]. Business Insider. URL: <https://www.businessinsider.com/bank-of-england-interestrates-decision-2018-8>

<sup>5</sup> Darkening Prospects: Global Economy to Slow to 2.9 percent in 2019 as Trade, Investment Weaken. – <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2019/01/08/darkening-prospects-global-economy-to-slow-to-29-percent-in-2019-as-trade-investment-weaken>.

<sup>6</sup> Докладніше див. зокрема: Унковська, 2019. Ідеологи т.зв. "сучасної монетарної теорії" активно пропагують тези про неважливість бюджетного дефіциту, спроможність (доцільність) покрити розриви між доходами і видатками бюджету за рахунок емісії (див. детальніше: Моисеев, 2019).

<sup>7</sup> Див. докладніше: Вишневский и др., 2017.

широкого кола інструментів і не був обмежений тільки тими, які безпосередньо були включені у програми ФРС з викупу цінних паперів. І хоча найсуттєвіші зниження дохідності казначейських облігацій припадали на періоди між раундами кількісного пом'якшення, аналіз показує, що за відсутності таких заходів рівні дохідності за цими інструментами могли б бути значно вищими<sup>8</sup>. Щодо стримуючих чинників, то серед них Дж. Єллен, колишня голова Ради керуючих ФРС, називала насамперед обмеження у сфері фіскальної політики (Yellen, 2013).

Незважаючи на безпрецедентні вливання ліквідності в економіку у відповідь на фінансову кризу, ФРС вдалося забезпечити досить стабільну динаміку індексу споживчих цін у 2010–2014 рр. (у середньому – менше ніж 2%). Інфляційні очікування також залишалися поблизу встановленої регулятором мети. Водночас кредитна активність в США залишалася відносно слабкою, що було пов'язано з проблемами як з боку попиту, так і з боку пропозиції. Дії ФРС виявилися недостатньо ефективними в умовах, коли більшість економічних агентів прагнули знизити рівень боргового навантаження. Відносна слабкість іпотечного та споживчого кредитування (особливо кредитування під заставу нерухомості) гальмувала зростання споживчих витрат домашніх господарств.

На відміну від обмеженого впливу на кредитну активність, ефект вжитих ФРС заходів на динаміку ринку акцій виявився однозначно позитивним. За період дії першого раунду кількісного пом'якшення індекс S&P, кошик якого формують акції 500 компаній США з найбільшим рівнем капіталізації (S&P 500), виріс на понад 36%, другого раунду кількісного пом'якшення – ще на 24%. За час дії операції "твіст" зростання індексу S&P 500 становило 22%.

Проте таке досить швидке зростання фондового ринку мало й подальше збільшення фінансових ризиків в економіці США. Так, після тривалого періоду низьких процентних ставок корпоративна заборгованість зросла майже до 47% ВВП (що перевищує рівень 2008–2009 рр.). Крім того, як наголошують експерти аналітичного підрозділу видання *The Economist*, погіршилась якість боргу – понад половину корпоративного боргу в США має низький рейтинг (BBB). Фахівці *Moody's Analytics*<sup>9</sup> у своїх оцінках поділяють думку, що кризу в економіці США можуть спричинити ризикові борги нефінансових корпорацій.

Таким чином, досвід США демонструє, що адекватне та раціональне використання інструментарію грошово-кредитної політики,

<sup>8</sup> Це підтверджується низкою досліджень, в яких були отримані кількісні оцінки впливу вжитих заходів на економічне зростання у США. Так, в одному з них (Hess та ін., 2012) показано, що завдяки першим двом раундам кількісного пом'якшення у середині 2012 р. реальний ВВП США був на 3% вищим, ніж за відсутності стимулюючих заходів з боку ФРС. Оцінюючи виключно наслідки другого раунду кількісного пом'якшення (коли обсяги вливань ліквідності були приблизно у 3 рази меншими, ніж надані у ході першого раунду) в іншому дослідженні вчені отримали зіставні результати: зростання ВВП на 1% через 2 роки після початку дії програми (Fuhrer, Olivei, 2011). Також існують інші оцінки внеску грошово-кредитної політики в прискорення економічного зростання (Baumeister, Benati, 2010; Kiley, 2012).

<sup>9</sup> Moody's назвало возможную причину следующего кризиса в США. URL: <https://www.rbc.ru/economics/28/08/2018/5b851fc89a79472e8a97ee51/>

навіть у складних кризових умовах, може надати позитивний імпульс для відновлення національної економіки та її переходу на траєкторію зростання.

Проте навіть при найбільш професійному й успішному використанні інструментів грошово-кредитної політики вони дозволяють забезпечити лише часткове відновлення економічного зростання – за умови, якщо базова модель функціонування економіки залишається незмінною. З цієї причини інструментарій грошово-кредитної політики не може розглядатись як самодостатній засіб "лікування" економіки після системних криз. Потрібні зміни також у механізмах функціонування реального сектора економіки, пов'язані з прискоренням упровадження інновацій, нових продуктів і процесів, створенням нових високотехнологічних робочих місць тощо.

Це є важливим уроком (у тому числі для України) – грошово-кредитна політика може і повинна використовуватися для стимулювання зростання в країні, але навіть у США, як виявилось, лише за допомогою монетарного стимулювання не вдалося замінити необхідні дії, пов'язані з модернізацією реального сектора, розвитком прогресивного виробництва, яке є основним генератором інновацій у сучасній високотехнологічній і висококонтурній економіці.

Для виходу на стійку траєкторію економічного зростання в США потрібні були також додаткові стимулюючі заходи за межами грошово-кредитної політики, враховуючи значні дисбаланси, що існували та зберігаються в системі державних фінансів США. В умовах, коли необхідними є скоординовані стимулюючі монетарні та фіскальні заходи, механізм грошово-кредитної політики в США використовувався не тільки для сприяння відновленню економіки, а й для компенсації негативних наслідків вимушеної економії на програмах бюджетної підтримки національної економіки, що спричиняло додаткове навантаження на грошово-кредитну політику та посилювало її ризики.

При цьому, з огляду на досвід США, національні системи забезпечення фінансової стабільності часто відстають від інновацій на фінансових ринках, що вимагає оновлення інструментарію протидії системним ризикам у світовій економіці та зумовлює необхідність подальшого поглиблення співробітництва урядів країн, міжнародних фінансових організацій, органів регулювання та нагляду з метою своєчасної розробки і впровадження упереджувальних заходів щодо можливих фінансових криз і швидкого подолання їх наслідків.

Ще одним важливим уроком для України є наявність стабільно сприятливого інституційного середовища і врахування чинника *path dependence*. У США економічні суб'єкти загалом звикли довіряти ФРС і тим заходам, які нею вживаються для вирішення поточних і стратегічних проблем розвитку (у тому числі тому, що вони зазвичай є досить професійними й успішними). Зі свого боку ФРС вживає необхідні заходи для того, щоб цей інститут довіри зберігався й надалі. З цією метою, зокрема, було використано так зване "*forward guidance*" – більш деталізоване і чітко висловлене інформування про перспективи грошо-

во-кредитної політики, що має важливе інституційне значення з позицій дотримання "довгих" правил поведінки.

Очевидно, що саме брак такої взаємної довіри в Україні та відсутність "довгих" правил поведінки економічних суб'єктів, не завжди професійні дії у сфері грошово-кредитної політики та пов'язане з цим несприятливе інституційне середовище<sup>10</sup> є одними з головних викликів, що стоять перед НБУ (Гаркавенко, Шаповал, 2017; Ануфрієва, Шаповал, 2018).

В ЄС для подолання наслідків кризи як з боку ЄЦБ, так і з боку національних урядів було прийнято комплекс заходів щодо стимулювання ділової активності (поступове зниження процентних ставок за основними операціями рефінансування, кількісне пом'якшення шляхом викупу ЄЦБ активів у комерційних банків та інших приватних компаній), оздоровлення банківських балансів і так званої "бюджетної консолідації". У комплексі це дозволило (хоча й не одразу) стабілізувати ситуацію та вийти на траєкторію економічного зростання.

Заходи, вжиті для подолання боргової кризи та забезпечення фінансової стабілізації (як з боку ЄЦБ щодо підтримки попиту та зменшення фінансової фрагментації, так і з боку національних урядів щодо поліпшення суверенних і банківських балансів), з часом забезпечили поступове відновлення економік країни єврозони. Проте слід визнати, що відновлення є нестійким, і темпи зростання є дещо нижчими, як порівняти з геополітичними конкурентами (Китаєм і США). Такий стан справ зумовлений декількома обставинами.

По-перше, європейські країни, які входять до валютного союзу (EMU)<sup>11</sup>, позбавлені можливості використання плаваючих валютних курсів національних валют для коригування макроекономічних дисбалансів.

Об'єднання багатьох країн в єдину валютну зону має не тільки позитивні наслідки, пов'язані з конвергенцією національних економік, зниженням трансакційних витрат і єдністю грошово-кредитної політики, але й негативні, зумовлені різними рівнями розвитку політичних, економічних, банківських і фіскальних систем країн-членів,

<sup>10</sup> Зокрема, так зване "очищення" – безпрецедентне скорочення кількості банків, яке розпочалось у кінці 2013 року. Цей захід став першим етапом реалізації Комплексної програми розвитку фінансового сектора України до 2020 року, яким передбачалось "очищення" фінансового сектора – кардинальне вирішення проблеми "баластів" минулого, виведення з ринку недобросовісних гравців, розкриття власників учасників фінансового сектора. Проте на практиці масова ліквідація банків виявилася мало схожою на "переформатування" банківського сектора, оскільки в умовах економічної нестабільності процес агресивного виведення банків з ринку негативно вплинув на інші сектори економіки. Зокрема, безпосередніми наслідками виведення такої кількості банків з ринку стало стиснення кредитного потенціалу банківського сектора, вплив депозитів, погіршення фінансового стану підприємств, різке зростання фінансового навантаження на ФГВФО та держбюджет (докладніше див.: Гаркавенко, Шаповал, 2017).

<sup>11</sup> Нині більшість країн ЄС (19 з 28) входять до єврозони, що дозволяє їм використовувати єдиний монетарний механізм регулювання економічного розвитку через визначення обсягів грошової емісії та рівня ключової процентної ставки. Право на використання цього механізму належить ЄЦБ, найпершим завданням якого є збереження цінової стабільності.

їхніми інституційними особливостями та, як наслідок, фінансовою фрагментацією EMU.

Особливо наочно це проявилось під час європейської кризи суверенних боргів – явища, інспірованого фінансовою кризою у США<sup>12</sup>.

По-друге, реалізація грошово-кредитної політики за принципом "один розмір пасує всім" без належної прив'язки до інших напрямів економічної політики, насамперед бюджетно-податкової, в країнах з великим різноманіттям і рівнем розвитку політичних, соціально-економічних та інституційних структур прямо пов'язана зі зниженням ефективності та результативності.

По-третє, принципове значення має незавершеність інституційної структури та фрагментарність механізмів управління в EMU<sup>13</sup>, а останнім часом – відцентрові тенденції (йдеться про Brexit).

Сьогодні ситуація в єврозоні характеризується поступовим поліпшенням раціональних очікувань економічних суб'єктів. Проте економічне відновлення є недостатнім і нерівномірним (оцінки за ВВП на 2018 рік були знижені з 2% до 1,8%, на 2019 – з 1,8% до 1,7%). Інфляція перебуває на низькому рівні, фінансові ринки, як і раніше, залишаються фрагментованими.

Дії ЄЦБ<sup>14</sup> повинні сприяти вирішенню проблем фінансової фрагментації та низької інфляції. В умовах, коли ФРС завершила програми кількісного пом'якшення у жовтні 2014 року, в 2017 році тричі піднімала процентну ставку, а в 2018 році – чотири рази (за підсумками січневого засідання 2019 року, ключова ставка залишена на рівні 2,25–2,5%), ЄЦБ націлений на збереження нульової процентної ставки<sup>15</sup> і не буде реінвестувати грошові кошти від погашення викуплених облігацій.

Важливе значення для вирішення теперішніх проблем єврозони має також подальше просунення структурних реформ. Зокрема, слід залучати альтернативні джерела фінансування, особливо для МСП, які

<sup>12</sup> Крім того, банки з найсильніших європейських економік також несуть свою частку відповідальності за поширення цієї "хвороби" зі США до Європи, оскільки вони також робили масові інвестиції в структуровані фінансові продукти.

<sup>13</sup> Зокрема, хоча питання загальноєвропейського банківського нагляду і бюджетних правил активно обговорювалися ще під час підготовки EMU, вони так і залишились у компетенції національних урядів, що з часом стало джерелом багатьох проблем, зокрема теперішніх суперечок між Францією та Німеччиною з приводу дотримання вимог Маастрихтських угод щодо граничного дефіциту бюджету, між центром і периферією ЄС щодо цілей і методів економічної політики тощо. Усе це зумовило необхідність подальшого просування європейських інтеграційних процесів, тепер уже в напрямі реалізації концепції чотирьох союзів ("4-Unions") – бюджетного, банківського, економічного та політичного (Mongelli, 2013).

<sup>14</sup> ЄЦБ у грудні 2018 р. підтвердив наміри скорочення кількісного пом'якшення, за час дії якого регулятор скупив облігації (суверенні і корпоративні) на 2,6 трлн євро. Крім того, Єврокомісія розробила пакет заходів, спрямованих на збільшення використання євро в таких стратегічних сферах, як енергетика, сировинні товари, літакобудування (зараз понад 80% імпортованих ЄС енергоресурсів обслуговується в доларах).

<sup>15</sup> Єврозоні (особливо периферійним країнам, для яких розширення експортного потенціалу залишається вагомим фактором економічної стабілізації) вигідний дешевий євро – слабка валюта сприяє збільшенню позитивного сальдо рахунку поточних операцій.

стикаються з проблемами в частині доступу до банківського кредитування. Необхідними є заходи щодо стимулювання попиту й усунення специфічних для окремих країн структурних недоліків, особливо у сфері молодіжного безробіття.

Загалом же перебіг подій в економіці Єврозони протягом останніх років переконливо доводить, що хоча грошово-кредитна політика є важливим важелем вирішення проблем, у тому числі із суверенними боргами, але вона не здатна надійно вирішити проблеми економічного відновлення. Вагоме значення для цього мають фундаментальні фактори і насамперед створення інституційного середовища, в якому європейські підприємства зможуть успішно конкурувати із суб'єктами господарювання з неєвропейських країн. Для цього внутрішній попит повинен бути підтриманий заходами грошово-кредитної політики, поліпшенням фінансових умов, фінансовою консолідацією та структурними реформами, більш низькими цінами на енергію. А це залежить від чинників, які за рамками безпосередньо грошово-кредитної політики – цін на енергоносії, інвестицій в освіту, НДДКР, розвитку інфраструктури, інтенсивності неоіндустріалізації тощо. З огляду на це, ЄС поки що продовжує поступово відставати від своїх головних конкурентів.

#### **Перспективи згортання нетрадиційної грошово-кредитної політики в умовах зростання протекціонізму і торговельних війн**

Кроки ФРС щодо нормалізації грошово-кредитної політики у 2014 році передували нинішньому витку торговельних обмежень і протекціоністських протистоянь (насамперед двох найбільших економік світу), який набрав стрімких обертів з початку президентства Трампа, – причому не просто як відповідь на суперечливі тенденції деглобалізації, а, як ми й очікували<sup>16</sup>, у рамках чергової фази боротьби за домінування у новій індустріальній структурі світу<sup>17</sup>, а також раціоналізації виробничих ланцюгів.

<sup>16</sup> Див., зокрема, докладніше: *Вишневский и др.*, 2017. С. 8, 11, 190; Гиршфельд А., Салихова Е. Вагонные споры. URL: [https://lb.ua/economics/2019/07/02/431000\\_vagonnie\\_spori.html](https://lb.ua/economics/2019/07/02/431000_vagonnie_spori.html).

<sup>17</sup> Нинішнє протистояння КНР з США, яке багато хто з експертів вважає торговельною війною, насправді має глибше підґрунтя, якщо порівняти політичну формулу протекціонізму, сформульовану Трампом в інавгураційній промові 20.01.2017 р., і фактично задіяний інструментарій та його секторальну спрямованість. Адміністрація Трампа чітко усвідомила небезпеку втрати технологічного лідерства США у найближчі десятиліття, тому намагається розірвати (або принаймні блокувати) ті виробничі ланцюги, де залежність американських компаній від китайських виробників є значною.

Підготовка до запровадження санкцій проти Китаю розпочалась після того, як Управління торговельного представника США у березні 2018 р. підготувало звіт про політику Китаю в галузі трансферу технологій. Після тривалих слухань і консультацій тарифи для 818 позицій китайського імпорту вступили в дію.

Згодом перелік позицій було доповнено, причому низка таких американських гігантів, як *Apple*, *Dell* та *Hewlett Packard*, виступили з критикою розширеного переліку, оскільки це призвело б до зростання цін на продукцію вже згаданих компаній, оскільки компонентна база для них виготовляється в Китаї. У підсумку було прийнято консенсусне рішення – виключити зі списку близько 300 позицій (зокрема, товари побутової електроніки ("розумні" годинники та пристрої *Bluetooth*); певні хімічні речовини для виробництва промислової продукції, текстилю та сільського господарства; окремі товари для здоров'я та безпеки).

Цілком очевидно, що, застосовуючи такі підходи при формуванні/коригуванні переліку підсанкційних товарів, США "тиснуть" насамперед на високотехнологічну індустрію Китаю, враховуючи при цьому інтереси національних компаній<sup>18</sup>.

Якщо донедавна Китай, у тому числі завдяки політиці з утримання стабільно низького курсу *CNY*, був світовим центром офшорингу і майстернею з виготовлення багатьох видів продукції, нині його пріоритети зміщуються (і небезпідставно) у бік глобального домінування.

Стрімке зростання китайської економіки упродовж останніх десятиріч підтримувалося значною мірою за рахунок високої інвестиційної компоненти (у процентному відношенні до ВВП – близько 50%) при директивному плануванні кредитних вкладень. При цьому обмінний курс *CNY* штучно занижувався, що стимулювало експорт товарів і послуг "глобальної фабрики світу".

Будівництво інфраструктури, зокрема нових міст для мігрантів із сільської місцевості, зайнятих у виробничому секторі, у комплексі з директивним розподілом кредитних ресурсів та заниженою процентною ставкою спричинило значні дисбаланси: насамперед в частині рівнів заборгованості нефінансових корпорацій та населення, "буму" кредитування, результатом якого стало стрімке зростання цін на нерухомість.

У довгостроковій перспективі відхід Китаю від моделі економічного розвитку, заснованої на експорті та інвестиціях (експортно-орієнтована модель економіки), має призвести до нижчих, але стійкіших темпів зростання (у 2019 році темпи зростання очікуються близько 6,2%<sup>19</sup>). Наразі влада КНР усвідомлює, що будь-яка масштабна програма стимулювання економічного зростання буде менш ефективною в умовах недостатньо раціонального використання капіталів, яке стає дедалі більш помітним. Крім того, повернення до екстенсивної моделі стимулювання економічного зростання може знизити можливості подальшого проведення реформ і поставити під сумнів їх ефективність. Тому акцент робиться на розвитку окремих секторів, які вважаються пріоритетними і дійсно потребують інвестицій.

Темпи уповільнення економіки Китаю не є критичними, про що неодноразово заявляло керівництво КНР, у т.ч. з огляду на концентрацію насамперед на стабільності та якості зростання. Китай відводить вирішальну роль реформам, за підсумками яких внутрішнє споживання та послуги будуть ключовими чинниками зростання.

<sup>18</sup> Подібна практика з боку США не є новацією – як аргумент, експерти наводять аналогії у поведінці США до Японії у 1980-х. Тоді також звучали подібні звинувачення (у необ'єктивному курсоутворенні, агресивному протекціонізмі Японії, промислового шпіонажі тощо). У 1987 р. США спочатку запровадили жорсткі заходи щодо японських виробників чипів, а згодом – й до виробників інших промислових товарів. Як вважається, такі заходи США щодо японських виробників не в останню чергу "посприяли" "втраченим десятиліттям" Японії.

<sup>19</sup> Global Economic Prospects: Darkening Skies: A World Bank Group Rangship Report. January 2019. URL: <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>.



Завдяки послідовній і масштабній промисловій політиці за останнє десятиліття в Китаї вдалося якісно змінити промислову базу, "виростити" потужні національні високотехнологічні бренди<sup>20</sup> (*Meizu, ZTE, Huawei та ін.*).

Саме тому в торговельній війні з США Китай реалізує активну захисну стратегію, спрямовану насамперед на пом'якшення негативних наслідків протистояння для національних виробників і активно запускає механізми їх стимулювання/підтримки.

Так, уряд КНР поставив за мету знизити залежність від імпорту основних компонентів і матеріалів. Зокрема, лише 18% необхідних економіці Китаю чипів виробляється всередині країни, причому лише половина з них – локальними виробниками. Влада КНР планує довести частку локально вироблених чипів до 40% у 2020 році і до 70% у 2025 році, а також підвищити конкурентоспроможність промисловості за рахунок реалізації інноваційних проектів у рамках Програми "Зроблено в Китаї-2025". Для цього було виокремлено 10 пріоритетних напрямів, зокрема: сільгоспмашинобудування, транспортне і силове обладнання, транспортні засоби на нових видах енергії.

Для запуску нових інфраструктурних проектів з початку 2019 року місцеві влади в Китаї випустили облігацій на понад 176 млрд дол. США. На додаток до цього для стимулювання підприємницької активності на урядовому рівні було ухвалено рішення про зниження податкового навантаження: з 1 квітня 2019 року ПДВ для промисловості знизили з 16% до 13%, було зменшено тарифи на залізничні перевезення, спрощено критерії отримання певних податкових пільг. У планах уряду – зниження середніх тарифів на електричну енергію та портових зборів.

Одночасно з цими заходами було змінено критерії банківського кредитування підприємств: Народний банк Китаю скоригував планку кредитної лінії для суб'єктів малого бізнесу з 5 до 10 млн юанів (1,5 млн дол. США).

Загалом заходи китайської влади дають певні можливості для маневру китайським виробникам, оскільки 93% китайських компаній, згідно з опитуванням *Baker McKenzie*, мають наміри скоригувати ланцюги поставок задля уникнення тарифних обмежень. Крім того, враховуючи місткість локального ринку Китаю та жорстку модель управління державою, є підстави вважати, що технологічне протистояння з США у близькій перспективі не завершиться, а у більш тривалій – істотно вплине на структуру світової економіки.

### **Висновки**

Донедавна вважалося, що основні кризові чинники та осередки нестабільності в глобальній економіці вже достатньо локалізовані, і набутий імунітет є достатнім для відходу від нетрадиційної грошово-кредитної політики і її нормалізації в розвинених країнах Заходу. Однак де-факто суспільно-політичні і соціально-економічні зміни, які відбулися упродовж посткризового етапу (і особливо за останні два

<sup>20</sup> У 2018 р. Huawei зайняв домінуючі позиції на світовому ринку виробників обладнання для інфраструктури мобільного зв'язку (31%), ринкова ніша ZTE – 11%.

роки) об'єктивно обумовлюють необхідність продовження циклу нетрадиційної ГВП, що у свою чергу залишатиметься вагомим чинником впливу на соціально-економічну динаміку.

Оцінюючи загалом перспективи згорання нетрадиційної грошово-кредитної політики країнами так званого світового ядра, слід визнати, що досягнення цілей щодо рівня безробіття, протидії дефляції, динаміки ВВП не є фундаментальними чинниками, під впливом яких ухвалюються рішення про завершення використання *unconventional policy tools*. Набагато важливішими є проєкція нетрадиційного інструментарію як ключового компонента конкурентоспроможної та інноваційної економіки; вжиття заходів, формально не пов'язаних з промисловою політикою (з метою недопущення банкрутств і широкомасштабного безробіття), однак, по суті, орієнтованих у своїй більшості на збереження і посилення позицій технологічного лідера (США).

Догматика грошово-кредитної політики в Україні упродовж останніх років обґрунтовано вважається обмежуючим фактором соціально-економічного розвитку (Юрчишин, 2018, 2019). Нинішній формат грошово-кредитної політики, що реалізується в Україні, який значною мірою містить догматику "кращих" світових практик, має чітко виражений обмежувальний характер (скорочується пропозиція грошей, продовжується обмеження доступу економічних агентів до кредитних ресурсів унаслідок високої їх вартості), що є вагомою перешкодою для відновлення експортного і виробничого потенціалу реального сектора. Намагання НБУ обмежити інфляцію шляхом подальшого сповільнення приросту грошової пропозиції у кращому разі призведе до консервації нинішнього рівня слабкої динаміки зростання економіки країни.

В економіці України в нинішніх умовах не існує емпіричного підтвердження того, що монетарна експансія провокує прискорення інфляції. Навпаки, обмеження темпів нарощування пропозиції грошей тягнуть за собою незадоволення попиту економічних агентів на фінансові ресурси, безпосереднім наслідком чого є їх здорожчання, зростання процентних ставок, а разом з тим і інфляції.

Крім цього, поширення практики високої дохідності ОВДП та цінних паперів НБУ формує для банків стимули переорієнтації ресурсів, що не дає підстав очікувати відновлення кредитування реального сектора.

У зв'язку з цим чи не єдиною альтернативою є реанімація концепту монетарного розширення та відповідна корекція інструментарію грошово-кредитної політики з тим, щоб насамперед послабити негативний вплив "ефекту витіснення" (Зимовець, Шелудько, 2017) і забезпечити стимулювання інвестиційної активності у виробничому секторі.

### **Література**

1. Ануфрієва К.В., Шаповал Ю.І. (2018). Вербальні інтервенції органів монетарної влади в умовах "нової нормальності": орієнтири для НБУ. *Український соціум*. № 4. С. 127–142. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2018.04.127>
2. Вишне夫斯基 В.П., Вишневецкая Е.Н., Матюшин А.В., Шелудько Н.М. (2017). *Монетарная власть в современном мире. Кто бросит вызов доллару?* Киев: Академпериодика, 200 с.

3. Гаркавенко В.І., Шаповал Ю.І. (2017). "Очищення" банківського сектору в Україні: ціна для суспільства та держави. *Український соціум*. № 1. С. 108–123. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2017.01.108>
4. Зимовець В.В., Шелудько Н.М. (2017). Боргове навантаження та інвестиційна дисфункція в реальному секторі економіки України. *Економіка промисловості*. № 3. С. 82–95. doi: <https://doi.org/10.15407/econindustry2017.03.082>
5. Моисеев С.Р. (2019). Хайп вокруг (не)денежной (не) теории. *Вопросы экономики*. №9. С. 112–122. doi: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-9-112-122>
6. Унковська Т. (2019). Нова ера монетарної політики: глобальні виклики та зміна парадигми. *Посилення значимості монетарної політики в країнах Центральної та Східної Європи у посткризовий період і рекомендації для України*. Київ: Центр Разумкова. С. 115–125.
7. Юрчишин В. (2018). Сценарій-прогноз розвитку економіки України: обмежений песимізм. Київ: Заповіт, 58 с. URL: [http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018\\_mid\\_Forecast.pdf](http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018_mid_Forecast.pdf)
8. Юрчишин В. (2019). Україна в ситуації зміни еліт: соціально-економічний вимір. Київ: Центр Разумкова. URL: [http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019\\_soc-econ\\_vymir\\_ukr.pdf](http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_soc-econ_vymir_ukr.pdf)
9. Baumeister C., Benati L. (2010). Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound. European Central Bank. *Working Paper SERIES*. No. 1258. October. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>
10. Fuhner J.C., Olivei J.P. (2011). The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program. Federal Reserve Bank of Boston. *Research Department Public Policy Briefs*. No. 11–2. URL: <http://www.bos.frb.org/economic/ppb/2011/ppb112.htm>
11. Hess C., Laforte J., Reifschneider D., Williams J.C. (2012). Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 44. P. 47–82. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2011.00478.x>
12. Hummel J. Ben Bernanke versus Milton Friedman. (2011). The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner. *The Independent Review*. Vol. 15. No. 4. PP. 485–518.
13. Kiley M. (2012). The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates. Finance and Economics Discussion Series. doi: <https://doi.org/10.17016/feds.2012.54>
14. Mongelli F.P. (2013). The mutating euro area crisis is the balance between "sceptics" and "advocates" shifting? *European Central Bank, Occasional Paper Series*. № 144. February. 42 p.
15. Yellen J.L. (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response. A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. Washington, D.C., 18 p.

Надходження до редакції 28.11.2019 р.

---



---

## CURTAILING UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY: LIMITATIONS AND PROSPECTS

*Nataliia Sheludko*

**Author affiliation:** Doctor of Economics, Head, Department of Monetary Relations, Institute for Economics and Forecasting National Academy of Sciences of Ukraine.  
ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>.  
Email: [n.sheludko@ukr.net](mailto:n.sheludko@ukr.net)

The paper considers the monetary policy of leading world central banks that were used to overcome the global financial and economic crisis in 2008–2009. Advanced developed countries managed to overcome this crisis, primarily through monetary mechanisms. For this purpose, a non-traditional monetary policy was invented and applied for the first time. It included the following: quantitative easing with a corresponding rapid growth of central bank liabilities; de facto maintaining a plurality of their objectives, including ensuring financial stability and reducing unemployment; and expanded participation of central banks in financing governments' budget deficits. The measures taken helped to overcome the recession in developed countries and promoted the transition to a trajectory of economic growth. The current practice of monetary policy normalization, initiated in the United States, involves a gradual increase in the key interest rate and a curtailment of central bank balances. However, in many developed countries, the practice of non-traditional monetary policy is still persistent and is an important factor for determining the trends of the global economy. In general, the results of this policy can be evaluated differently, but it is important for Ukraine to conclude on the relevance of monetary policy to stimulate economic development. Global volatility, increasingly determined by trade wars and other forms of protectionism in global economies, poses challenges (primarily in terms of maintaining/enhancing export and production capacity). For the economy of Ukraine, which is vulnerable to external shocks, these factors, combined with internal centres of instability, form a bunch of complicated tasks, in particular in terms of the cessation of further loss of investment potential, which should be addressed rationally by the monetary policy instruments.

**Keywords:** monetary policy, global instability, central banks, economic growth.

**JEL:** E520, E580, O250.

#### References

1. Anufrieva, K.V., Shapoval, Yu.I. (2018). Verbal interventions of the central monetary authorities in the conditions of new normality: the benchmarks for the NBU. *Ukrainskyi sotsium – Ukrainian society*, 4, 127-142. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2018.04.127> [in Ukrainian].
2. Baumeister C., Benati L. (2010). Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound. European Central Bank. *Working Paper SERIES*, 1258. October. Retrieved from <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>
3. Hummel, J. (2011). Ben Bernanke versus Milton Friedman. The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner. *The Independent Review*, 15, 4, 485-518.
4. Harkavenko, V.I., Shapoval, Yu.I. (2017). Mopping up banking sector in Ukraine: the value for society and state. *Ukrainskyi sotsium – Ukrainian society*, 1, 108-123. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2017.01.108> [in Ukrainian].
5. Hess C., Laforge J., Reifschneider D., Williams J.C. (2012). Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? *Journal of Money, Credit and Banking*, 44, 47-82. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2011.00478.x>
6. Kiley M. (2012). The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates. Finance and Economics Discussion Series. doi: <https://doi.org/10.17016/feds.2012.54>
7. Fuhrer J.C., Olivei J.P. (2011). The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program. Federal Reserve Bank of Boston. *Research Department Public Policy Briefs. No. 11-2*. doi: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-9-112-122>
8. Moiseev, S. (2019). Hype around (non)monetary (non)theory. *Voprosy Ekonomiki – Economic issues*, 9, 112-122 [in Russian].
9. Mongelli F.P. (February, 2013). The mutating euro area crisis is the balance between "sceptics" and "advocates" shifting? *European Central Bank, Occasional Paper Series*, 144, 42.

10. Unkovska, T. A new era of monetary policy: global challenges and a paradigm shift. *Increasing the importance of monetary policy in the countries of Central and Eastern Europe in the post-crisis period and recommendations for Ukraine*. Kyiv, Tsentrazumkova.
11. Vishnevskii, V.P., Vishnevskaya, E.N., Matyushin, A.V., Sheludko, N.M. (2017). *Monetary power in the modern world. Who will challenge the dollar?* Kiev: Akadempriodika [in Russian].
12. Yurchushun, V. (2018). Forecasting scenario of economic development of Ukraine: limited pessimism. Kyiv: Zapovit. Retrieved from [http://razumkov.org/uploads/article/2018\\_mid\\_Forecast.pdf](http://razumkov.org/uploads/article/2018_mid_Forecast.pdf) [in Ukrainian].
13. Yurchushun, V. (2019). Ukraine in a situation of changing elites: a socio-economic dimension. Kyiv: Tsentrazumkova. Retrieved from [http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019\\_soc-econ\\_vymir\\_ukr.pdf](http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_soc-econ_vymir_ukr.pdf) [in Ukrainian].
14. Zymovets, V.V., Sheludko, N.M. (2017). Debt burden and investment disfunction in real sector of Ukraine. *Ekonomika promyslovosti – Economy of Industry*, 3, 82-95. doi: <https://doi.org/10.15407/econindustry2017.03.082> [in Ukrainian].
15. Yellen, J.L. (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response. A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. Washington, D.C.