

УДК 338.23:336.74

Кричевська Т.О., канд. екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

ВИДИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ПРОЯВУ "НЕЛІНІЙНИХ ЕФЕКТІВ" МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА СУЧАСНОМУ ЕТАПІ

Зроблено спробу описати і систематизувати нестандартні й неочікувані ефекти монетарної політики, що виникають на сучасному етапі. Ми умовно назвали їх «нелінійними ефектами», оскільки вони проявляються або як надто несподівано слабкі чи потужні ефекти традиційних каналів монетарної трансмісії, або як ефекти, що не описуються в традиційних термінах ланок передавального механізму монетарної політики.

Ключові слова: монетарна політика, нелінійні ефекти, очікування, довіра, макроекономічний та інституційний гістерезис, гіпотеза довготривалої стагнації, гіпотеза глобального надлишку заощаджень, потенційний ВВП, суверенні облигації.

T.Krychevska, PhD in Economics

Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

TYPES AND CHARACTERISTICS OF MONETARY POLICY "NONLINEAR EFFECTS" AT THE CURRENT STAGE

The article attempts to describe and systematize unorthodox and unexpected effects of monetary policy arising today. We call them "nonlinear effects" because they appear either as surprisingly too weak or too powerful effects of traditional channels of monetary transmission, or as effects that cannot be described in traditional terms of elements of the transmission mechanism of monetary policy.

Keywords: monetary policy, nonlinear effects, expectations, trust, macroeconomic and institutional hysteresis, hysteresis, secular stagnation hypothesis, global savings glut hypothesis, potential GDP, sovereign bonds.

JEL:E52

Якщо під час кризи неефективність традиційних інструментів монетарної політики пояснювалася кризовою ситуацією, то на сучасному етапі експерти дедалі частіше шукають її причини серед більш тривалих і фундаментальних чинників. Надто вже багато виникає нестандартних і неочікуваних ефектів монетарної політики. Ми умовно назвали їх "нелінійними ефектами". Їх важко передбачити, вони діють не механістично, а швидше за принципом поля¹, і вони надто вагомі, щоб їх ігнорувати. У цій статті ми спробували їх описати і певним чином систематизувати.

Отже, на сучасному етапі виникають або можуть виникати такі види "нелінійних ефектів" монетарної політики.

1. *Безпосередній (без конкретних точок прикладання інструментів монетарної політи-*

ки) вплив поведінки центрального банку на поведінку економічних агентів:

а) вплив монетарної політики на ділові і споживчі очікування і, як наслідок, – на інвестиції та споживання. Наприклад, значні масштаби викупу цінних паперів центральними банками під час реалізації програм кількісного пом'якшення (Quantitative Easing, QE) формують у ринків впевненість, що центральний банк не піде на швидку ліквідацію цих програм шляхом продажу цінних паперів, оскільки це загрожуватиме значними втратами і потрясіннями. Також у суспільстві виникає впевненість, що така активна позиція центрального банку не дасть виникнути другій хвилі кризи. Все це спричинює зниження оцінок ризику і довгострокових реальних відсоткових ставок. Цікаво, що у США на початку 2015 р. середній прогноз членів Федерального комітету відкритого ринку щодо федеральної резервної ставки у кінці 2017 р. становив 3,5%, тоді як ринки очікували, що ФРС підвищить офіційну ставку лише до 1,6%². Якщо ж в економіці існує загроза дефляції, по-

¹ Гриценко А.А. Від механістичних до інформаційно-інституційних основ формування монетарної політики / А.А. Гриценко, Т.О. Кричевська // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків : тези доповідей і виступів Міжнародної науково-практичної конференції (Черкаси, 15–16 листопада 2007 р.). – С. 92–95.

² Summers L. Only raise US rates when whites of inflation's eyes are visible // Financial Times. – 2015. – February 8.

літика QE підвищує інфляційні очікування і таким чином знижує реальні відсоткові ставки, збільшуючи доступність кредиту;

б) ефекти, викликані оголошенням екстраординарних дій монетарного регулятора. Прикладом позитивної дії таких ефектів є стабілізація ринку суверенних цінних паперів країн периферії єврозони після заяви президента Європейського банку на Глобальній інвестиційній конференції в Лондоні у липні 2012 р. про те, що "в межах свого мандату ЄЦБ готовий зробити все, щоб зберегти євро"³ та оголошення ЄЦБ у вересні 2012 р. програми "Монетарні трансакції аутрайт" (Outright Monetary Transactions, ОМТ) – необмеженої купівлі суверенних цінних паперів країн єврозони, що перебувають у стабілізаційних програмах спільних європейських стабілізаційних фондів (тимчасового European Financial Stability Facility і постійно діючого European Stability Mechanism), яку ще досі не застосовували на практиці. Прикладом негативної дії таких ефектів була агресивна реакція ринків (що дістала назву *taper tantrum*) навесні та влітку 2013 р. на заяву голови ФРС Б.Бернанке про очікуване скорочення обсягів викупу Федеральною резервною програмою активів у рамках програми QE3. Тоді інвестори почали виводити капітали з країн з ринками, що формуються, в очікуванні зростання відсоткових ставок у США. Ще один негативний приклад дії таких ефектів – паніка на валютному ринку і у банківській системі України у 2014 р. у відповідь на заяви керівництва НБУ про те, що воно не несе відповідальності за обмінний курс;

в) ефекти, що виникають в результаті суттєвих коливань довіри до самого монетарного регулятора чи його керівних осіб. Позитивний приклад – реакція індійського фондового ринку на призначення Р.Раджана головою Резервного банку Індії. Негативний приклад – реакція в Україні на оцінки Національного банку щодо рівня рівноважного курсу, які за короткий період змінювалися в рази. Суперечності в діях і заявах монетарного регулятора не просто спричиняють одноразові ефекти, а змінюють сприйняття центрального банку в очах суспільства і кардинально змінюють поведінку економічних агентів;

³Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012 [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

2. *Неочікувані ефекти монетарної політики та ефекти, що виявляються непропорційно великими чи непропорційно малими порівняно з передбачуваними регулятором на певному етапі економічного циклу:*

а) *ефекти макроекономічного та інституційного гістерезису*. Гістерезис, як відомо, – це така властивість відкритих динамічних систем, коли минулі зміни параметра породжують ефект післядії, тобто стійку реакцію в поведінці системи в майбутньому, коли дія цього чинника вже закінчилася. Прикладом гістерезису в технічній сфері є явище "остаточного намагнічування" після зростання напруги електричного струму і повернення її до попереднього рівня⁴. Ефективність монетарної політики після завершення кризи може зменшуватися внаслідок довготривалих впливів рецесії на обсяг виробництва порівняно з трендом – ефектів макроекономічного гістерезису і навіть на сам тренд – майбутні темпи зростання, що деякі дослідники називають *супергістерезисом*. О.Бланшар, Е.Черутті та Л.Саммерс називають такі можливі механізми дії макроекономічного гістерезису: на ринку праці рецесії і високий рівень безробіття можуть призводити до випадіння працівників зі складу робочої сили; рецесії знижують інвестиції, що зменшує запас капіталу, який і визначає потенційний обсяг виробництва; рецесії призводять до зменшення витрат на дослідно-конструкторські роботи, що веде до перманентного зменшення рівня продуктивності; рецесії можуть зменшувати швидкість як створення, так і ліквідації робочих місць, тому погіршувати ефективність алокації ресурсів. Прикладом інституційного гістерезису є зниження темпів зростання внаслідок інституційних змін, здійснених у відповідь на кризу, таких як більш жорсткі вимоги до капіталу банків чи зміни моделей банківського бізнесу⁵;

б) *гальмування ефектів монетарної політики внаслідок накладання на економічні цикли більш довгострокових фінансових циклів*. Наприклад, якщо економічне відновлення після кризи відбувається на тлі процесів делевереджу, коли економічні агенти займаються поверненням

⁴ Унковська Т. Моделювання впливу валютних та цінових шоків на формування експорту. Ефект гістерезису / Унковська Т., К. Данилова // Вісник НБУ. – 2006. – № 8. – С. 60.

⁵ Blanchard O., Cerutti E., Summers L. Inflation and Activity. Two Explorations, and Their Monetary Policy Implications [Електронний ресурс]. – Доступний з: https://www.ecbforum.eu/up/ficheiros-bin2_ficheiro_en_0352057001432737855-959.pdf

боргів, це гальмуватиме стимулюючі імпульси монетарної політики;

в) ефекти, що виникають внаслідок зміни базових взаємозалежностей, що лежать в основі діючих монетарних режимів, таких як крива Філіпса. О.Бланшар, Л.Саммерс і Е.Черутті виявили, що у більшості з 23 досліджуваних ними розвинених країн нахил кривої Філіпса зменшувався з 1970-х до початку 1990-х, а відтоді залишається на стабільно низькому рівні, не зменшившись під час кризи⁶. Отже, можна дійти висновку, що крива Філіпса еволюціонувала таким чином: доки в роки післявоєнної відбудови суспільство не очікувало інфляційних наслідків від державної політики, вона мала помірний нахил – за рахунок збільшення інфляції можна було виграти у зайнятості та обсягу виробництва. Коли інфляційна політика призвела до формування стійких інфляційних очікувань, крива Філіпса навіть у досить короткій перспективі стала близькою до вертикальної. І, зрештою, коли країни почали більш серйозно ставитися до боротьби з інфляцією й інфляційне таргетування змінило характер суспільних очікувань з адаптивних на прив'язані до цільового інфляційного орієнтиру центрального банку, крива знову почала ставати пологішою і до початку 1990-х наблизилася до горизонтальної (звісно, зміни у режимі монетарної політики – це лише одна з причин мандруючої кривої Філіпса, є й інші, не менш вагомі, – технологічні та інституційні). Те, що крива Філіпса стала більш пологою, виявили експерти МВФ ще у 2013 р. У цій ситуації основним чинником інфляції є інфляційні очікування, "заякорені" на таргетований центральним банком рівень інфляції, тому центральні банки мають можливість більше зосереджуватися на стабілізації обсягу виробництва, ніж на стабілізації інфляції, що їм і радив МВФ⁷;

г) гальмування ефектів монетарної політики в умовах тривалої тенденції до від'ємної рівноважної відсоткової ставки внаслідок дії фундаментальних чинників довгострокового характеру, що створюють брак сукупного попиту, зокрема інвестицій, – гіпотеза довготривалої стагнації (*secularstagnation*) Л.Саммерса. Згідно з гіпотезою довготривалої стагнації одночасне досягнення трьох основних цілей економічної

політики – повної зайнятості, низької і стабільної інфляції і фінансової стабільності виявляється дуже непростим. Термін "довготривала стагнація" було уведено в обіг Е.Хансеном у його президентській промові "Економічний прогрес і сповільнення у зростанні населення" в Американській економічній асоціації⁸. Вчений вважав, що через сповільнення зростання населення і темпів технологічного прогресу фірми неохоче інвестуватимуть у нові капітальні товари і разом з пригніченим споживанням населення це перешкоджатиме досягненню повної зайнятості протягом багатьох років. Прогноз Хансена виявився помилковим – він не очікував післявоєнного бебі-буму і швидкого технологічного прогресу. На думку Л.Саммерса, на сучасному етапі довготривала стагнація зумовлюється сповільненням зростання населення, зменшенням капіталомісткості провідних галузей (порівняємо для прикладу капіталомісткість Facebook і сталеплавильного підприємства) та падінням відносних цін капітальних товарів.

Якщо дохідність капіталу низька, то й рівноважна відсоткова ставка також буде дуже низькою, можливо навіть від'ємною⁹. Справді, відсоткові ставки у світі – як коротко-, так і довгострокові – зараз дуже низькі. Уряд США у червні 2015 р. міг запозичувати на десять років під 2,4% (середнє значення за 1912–2015 р. становить 6,32%, а мінімуму на рівні 1,4% було досягнуто у липні 2012 р.)¹⁰ і 3,1% на 30 років. Ставки за десятирічними суверенними облігаціями в інших країнах ще нижчі. У Німеччині в квітні 2015 р. вона впала до мінімального рівня 0,05%, а після корекції надмірної реакції інвесторів на початок програми QE Європейським центральним банком далі залишається на рівні менше 1% (при тому що середнє її значення у 1980–2015 р. становить 5,45%)¹¹. У Великій Британії дохідність 10-річних державних облігацій сягнула мінімуму 1,36% у січні 2015, а у

⁶ Тамсамо.

⁷ The Dog That didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or was It just Sleeping? [Електронний ресурс] // World Economic Outlook. – April 2013. – Доступний за: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/c3.pdf>

⁸ Hansen A. H. Economic Progress and Declining Population Growth // The American Economic Review. – 1939. – March. – Vol. 29, No. 1. – P. 1–15.

⁹ Summers L. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound // Business Economic. – 2014. – № 49(2). – P. 65–73.

¹⁰ United States Government Bond 10Y [Електронний ресурс]. – Доступний за: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>

¹¹ Germany Government Bond 10Y [Електронний ресурс]. – Доступний за: <http://www.tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield>.

червні 2015 р. після корекції становила 2,1%¹², при тому що середнє її значення за 1980–2015 рр. становило 7,2%. У Японії ставки за державними 10-річними облігаціями, середнє значення яких за 1984–2015 рр. становило 2,71%¹³, також досягли мінімуму на рівні 0,2% у січні 2015 р., а в червні 2015 р. становлять близько 0,5%. Дохідність швейцарських 10-річних державних облігацій у січні 2015 р. взагалі була від'ємною (-0,34%), а в червні 2015 р. становила 0,15% (середнє значення за 1994–2015 рр. становило 2,58%)¹⁴. Ставки за кредитами домогосподарствам і бізнесу у провідних економіках дещо вищі, але все одно перебувають на історично низькому рівні. Низькі відсоткові ставки не є короткостроковою аномалією, а частиною довгострокового тренду. Ставки за 10-річними державними облігаціями провідних економік у 1960-х роках були досить низькими, у 1980-х роках досягли свого піку і з того часу постійно знижуються. Їх динаміка добре узгоджується з динамікою інфляції – за інших рівних умов інвестори вимагають вищих ставок, коли інфляція є високою, щоб компенсувати їм падіння купівельної спроможності валюти, яку вони отримують під час погашення облігацій. Але сьогодні дуже низькою є й дохідність індексованих облігацій, захищених від інфляції.

Зазначимо, що довготривала стагнація – це ситуація неадекватного сукупного попиту, а не сукупної пропозиції. Навіть якщо потенційний обсяг виробництва зростає, гіпотеза Саммерса передбачає, що пригнічені інвестиції і споживання не дадуть економіці досягти цього потенціалу, хіба що коли фінансова бульбашка (як-от бульбашка на ринку житлового будівництва у 2000-х) дасть додатковий поштовх споживанню. Проте Л.Саммерс доводить, що довготривала стагнація зрештою зменшить і сукупну пропозицію через низькі темпи нагромадження капіталу і втрату навичок особами, що тривалий час перебували без роботи. На його думку, якщо реальна рівноважна ставка виявиться нижчою від -2%, то досягти повної зайнятості у США лише за допомогою монетарної політики ФРС

буде неможливо, якщо ФРС не підвищить інфляційний орієнтир, що зараз становить 2%, чи не допустить появи нових фінансових бульбашок як засобу збільшення витрат споживачів і бізнесу. Саме в цьому сенсі виявляється, що три економічні цілі – повної зайнятості, низької інфляції і фінансової стабільності – важко одночасно досягти в економіці, ураженій довготривалою стагнацією¹⁵. Оскільки в умовах довготривалої стагнації монетарна політика виявляється неефективною, Л.Саммерс пропонує подолання довготривалої стагнації за допомогою фіскальної політики, а саме за рахунок публічних інфраструктурних проектів. За нульових реальних відсоткових ставок обслуговування державного боргу буде дуже дешевим. Окрім того, якщо проекти публічних інвестицій принесимуть хоч якийсь додатний дохід, цього буде достатньо, щоб обслуговувати залучені під них запозичення. Це не лише теоретична точка зору. У жовтні 2014 р. у звіті МВФ "Світові економічні перспективи" йшлося про те, що публічні інвестиції в країнах, де відсоткові ставки наближаються до нуля, дадуть змогу істотно зменшити відношення боргу до ВВП¹⁶.

Б.Бернанке наводить такі аргументи проти того, що американська економіка перебуває у стані довготривалої стагнації. *По-перше*, за показником рівня безробіття вона наближається до повної зайнятості. *По-друге*, за реальної ставки нижче від 2% важко уявити, що бракуватиме інвестиційних проектів. Він цитує лекцію свого вчителя П.Самуельсона: коли протягом невідзначеного періоду очікується від'ємна реальна ставка, практично всі інвестиції будуть прибутковими, навіть у вирівнювання Скелястих гір з метою економії палива поїздів і авто, що піднімаються крутими схилами. Через це Б.Бернанке сумнівається, що рівноважна реальна ставка може залишатися від'ємною протягом тривалого періоду часу. Він посилається на дослідження Дж.Гамільтона, Е.Харріса, Дж.Хаціуса і К.Уеста, які перевірили твердження Л.Саммерса, що протягом кількох останніх десятиліть повна зайнятість ніколи не досягалася

¹²UK Generic Govt 10Y Yield [Електроннийресурс]. – Доступний за : <http://www.bloomberg.com/quote/GUKG10:IND>

¹³Japan Government Bond 10Y [Електроннийресурс]. – Доступний за : <http://www.tradingeconomics.com/japan/government-bond-yield>

¹⁴Switzerland Government Bond 10Y [Електроннийресурс]. – Доступний за : <http://www.tradingeconomics.com/switzerland/government-bond-yield>

¹⁵Bernanke B. Why are interest rates so low, part 2: Secular stagnation.Brookingsblog [Електроннийресурс]. – Доступний за : <http://www.brookings.edu/blogs/bernanke/posts/2015/03/31-why-interest-rates-low-secular-stagnation>

¹⁶Is It Time For An Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects Of Public Investment [Електроннийресурс] //World Economic Outlook. – October 2014. – Доступний за : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/pdf/c3.pdf>

без фінансової бульбашки. Ці автори зазначають, що бульбашка на ринку акцій високотехнологічних компаній з'явилася лише в кінці буму 1990-х і доводять, що позитивні ефекти бульбашки на ринку житлового будівництва для споживчого попиту були значною мірою нівельовані дією інших факторів, зокрема, негативними ефектами різкого зростання світових цін на нафту. Та найбільшою претензією Б.Бернанке до гіпотези довготривалої стагнації є те, що вона не враховує міжнародний вимір, а натомість зосереджується на факторах, що впливають на внутрішні капітальні інвестиції і споживчі витрати. Але за інших рівних умов наявність прибуткових капітальних інвестицій будь-де у світі має допомогти подолати довготривалу стагнацію в країні. Якщо країна активно інвестуватиме за кордон, вплив капіталу послабить її валюту і стимулюватиме експорт, а отже, виробництво і зайнятість¹⁷.

Б.Бернанке висуває альтернативну гіпотезу, що пояснює низькі реальні відсоткові ставки, – гіпотезу глобального надлишку заощаджень, які утворилися в Китаї, інших азійських економіках з ринками, що формуються, і країнах – експортерах нафти. Потоки капіталу, що надходили до США, штовхали курс долара вгору і сприяли утворенню масштабного торговельного дефіциту США, що у 2006 р. сягнув 6% ВВП. Спрямування 6% внутрішнього попиту на імпорт є альтернативним гіпотезі довготривалої стагнації поясненням відсутності перегріву американської економіки на початку 2000-х, незважаючи на зростаючу "бульбашку" на ринку нерухомості¹⁸. Таким чином, гіпотеза надлишку заощаджень передбачає глобальний погляд на проблему нестачі інвестицій в деяких країнах, тоді як гіпотеза довготривалої стагнації пов'язує брак інвестицій з внутрішніми чинниками. Окрім того, стагнаціоністи приписують слабкість капітальних інвестицій дії фундаментальних факторів, таких як повільне зростання населення, низькі потреби у капіталі у багатьох нових галузях і падіння відносної ціни капіталу. Гіпотеза ж надлишку заощаджень переважно пов'язує надлишок заощаджень над інвестиціями з державною політикою, зокрема, з намаганням азійських країн зменшити запозичення і нагро-

мадити міжнародні резерви після азійської кризи кінця 1998-х. Ці відмінності обумовлюють різні рекомендації щодо подолання диспропорцій. Якщо розглядати проблему як довготривалу стагнацію, то рішенням є експансійна фіскальна політика, а також державна політика, що сприяє зростанню дохідності капітальних інвестицій: податкові преференції і підтримка науково-дослідних робіт. Боротьба ж із глобальним надлишком заощаджень передбачає зняття бар'єрів на шляху руху капіталу і обмеження інтервенцій на валютному ринку, що створюють торговельні переваги. До того ж, як зазначає Б.Бернанке, на сучасному етапі відбувається вирівнювання глобальних диспропорцій, що призвели до глобального надлишку заощаджень (зменшення дефіциту поточного рахунку США, перехід від надлишку до істотного дефіциту поточного рахунку у Латинській Америці, особливо в Бразилії, зменшення надлишку поточного рахунку країн – експортерів нафти). Перекоаний, що проблема глобального надлишку заощаджень пом'якшується, тож і понижувальний тиск на реальні відсоткові ставки слабшає, Б.Бернанке виступає за перехід ФРС до підвищення відсоткових ставок;

д) сповільнення зростання потенційного ВВП, що створює ілюзію недостатньої ефективності монетарної політики у стимулюванні попиту, тоді як проблема стосується сукупної пропозиції. У звіті МВФ "World Economic Outlook" за квітень 2015 р. показано, що потенційний обсяг виробництва зростає повільніше, ніж колись. У розвинених економіках це падіння почалося на початку 2000-х, а в економіках з ринками, що формуються, – після 2009 р. До кризи основною причиною сповільнення зростання потенційного ВВП у провідних економіках було падіння загальної факторної продуктивності – випуску, що генерується певною величиною капіталу і праці.

Одним із пояснень цього спаду є послаблення сприятливого економічного впливу Інтернету, іншим – зменшення впливу зростання кваліфікації робочої сили. Після кризи потенційні темпи зростання впали ще більше, частково внаслідок колапсу інвестицій. Ще одним вагомим фактором є старіння населення. В економіках з ринками, що формуються, також спрацювали демографічні фактори: особливо помітним стало падіння темпів приросту населення працездатного віку в Китаї. Зростання капіталу також сповільнилося після потужного

¹⁷ Bernanke B. Why are interest rates so low, part 2: Secular stagnation.

¹⁸ Bernanke B. Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.brookings.edu/blogs/bernanke/posts/2015/04/01-why-interest-rates-low-global-savings-glut>

інвестиційного буму 2000-х, особливо в Китаї. Темпи зростання загальної факторної продуктивності в економіках, що формуються, також можуть сповільнитися в довгостроковому періоді у міру того, як сповільнюватимуться темпи, якими вони наздоганяють розвинені економіки¹⁹. Тож не випадково, що ЄЦБ і ФРС починають давати дедалі конкретніші рекомендації урядам щодо проведення структурних реформ, хоч і критикують їх за надмірну політизацію;

е) несподівано потужні ефекти монетарної політики кількісного пом'якшення на відсоткові ставки за безпечними цінними паперами, з якими проводять операції центральні банки, що впливає на інші сегменти фінансового ринку і поведінку фінансових посередників. Оголошення і початок реалізації ЄЦБ масштабної програми викупу активів у 2015 р. спровокувало несподівано різкий обвал ставок за державними цінними паперами у багатьох країнах, після чого відбулася корекція поведінки інвесторів і дохідність цих паперів знову зросла. Експерти, в тому числі МВФ у "Звіті про фінансову стабільність" за квітень 2015 р., вказують і на інші, більш фундаментальні причини посилення волатильності ринку німецьких суверенних облігацій, який протягом десятиліть був островом стабільності у морі фінансового ризику й невизначеності. По-перше, банки більше не виконують, як колись, роль маркет-мейкерів на цьому ринку, не допомагають встановлювати і стабілізувати ціни. Це відбувається тому, що нові вимоги щодо капіталу здорожчують утримання банками великих торгових портфелів, а у США правило Волкера забороняє банкам торгівлю цінними паперами за власні кошти (proprietary trading). Без банків як маркет-мейкерів ринок суверенного боргу втрачає ключовий якір. Незначне число трейдерів можуть викликати сильні його коливання. По-друге, деякі експерти припускають, що посилення волатильності німецьких суверенних облігацій могло бути викликане зміною їх сприйняття як безпечного активу. Побоювання, пов'язані з можливими наслідками виходу Греції з євросони, і втрата банків як маркет-мейкерів можуть змусити інвесторів поводитися на цьому безпечному ринку більш панічно і виходити з

нього за перших ознак небезпеки²⁰. У Звіті МВФ про глобальну фінансову стабільність за квітень 2015 р. звертають увагу на швидке зростання числа взаємних облігаційних фондів, індексних фондів, кредитних фондів, які можуть спричинити паніку на ринках облігацій. Цим інституціям стадна поведінка набагато властивіша, ніж пенсійним фондам і страховим компаніям, що як правило домінували на ринку облігацій²¹.

Отже, потужність цих "нелінійних ефектів" монетарної політики на сучасному етапі свідчить про те, які небезпеки чекають на центральні банки і уряди, що надто жорстко притримуються певних теорій, не враховуючи і не керуючи структурними й інституційними перетвореннями у країні.

¹⁹ Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output [Електронний ресурс] // World Economic Outlook.– April 2015. – Доступний з: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/>

²⁰ Davies G. Bund "tantrum" warns of future accidents [Електронний ресурс] // Financial Times Blogs. – 2015. – May 10. – Доступний з: <http://blogs.ft.com/gaynndavies/2015/05/10/bund-tantrum-warns-of-future-accidents/>

²¹ The Asset Management Industry and Financial Stability. Global Financial Stability Report. April 2015 [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/index.htm>