

ВИКОРИСТАННЯ НЕТРАДИЦІЙНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КРАЇНАХ ЄС ЯК ПРИКЛАД МОНЕТАРНОГО НЕОПРОТЕКЦІОНІЗМУ

USING UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY IN EMU COUNTRIES: A CASE OF MONETARY NEO-PROTECTIONISM

У статті проаналізовано особливості використання нетрадиційної монетарної політики в країнах ЄС як приклад монетарного неопротекціонізму. Стверджується, що дискреційна монетарна політика розвинених країн світу еволюціонувала в нетрадиційну монетарну політику як форму антициклічної політики, покликаної попередити колапс банківського сектору, падіння фінансового сектору та реальної економіки. Ідентифіковано інструменти монетарного неопротекціонізму, до яких зараховано заходи кількісного пом'якшення (розширення банківських резервів на рахунках ЦБ) та кредитного пом'якшення (кредитування і надання ліквідності різним фінансовим установам), використані для попередження паніки на фінансових ринках і мінімізації негативних наслідків для реального сектору економіки.

Ключові слова: нетрадиційна монетарна політика, монетарний неопротекціонізм, Європейський центральний банк, Єврозона, кількісне пом'якшення, кредитне пом'якшення.

В статті проаналізовані особливості використання нетрадиційної монетарної політики в країнах ЄС в якості прикладу монетарного неопротекціонізму. Утверджується, что дискреционная монетарная политика развитых стран мира эволюционировала в нетрадиционную монетарную политику как форму антициклической политики, призванной предупредить коллапс банковского сектора, падение финансового сектора и реальной экономики.

Идентифицированы инструменты монетарного неопротекционизма, к которым отнесены меры количественного смягчения (расширение банковских резервов на счетах ЦБ) и кредитного смягчения (кредитование и предоставление ликвидности различным финансовым учреждениям), использованные для предупреждения паники на финансовых рынках и минимизации негативных последствий для реального сектора экономики.

Ключевые слова: нетрадиционная монетарная политика, монетарный неопротекционизм, Европейский центральный банк, Еврозона, количественное смягчение, кредитное смягчение.

The article contains analysis of the specifics of unconventional monetary policy used in EU countries as a case of neo-protectionism. It is argued that discretionary monetary policy in developed countries has evolved into nontraditional monetary policy as a form of anti-cyclic policy, designed to prevent collapse in the bank sector, decline of the financial sector and the real economy. The instruments of monetary neo-protectionism are identified as ones including the measures of quantitative easing (expansion of bank reserves on accounts of central banks) and credit easing (lending and provision of liquidity to various financial institutions), which are used to prevent the panics in financial markets and minimize the negative effects for the real sector of the economy.

Key words: non-traditional monetary policy, monetary neoprotectionism, European central bank, euro area, quantitative easing, credit mitigation.

УДК 339.9.012.435-339.97

Панченко В.Г.

к. іст. н., докторант
Маріупольський державний університет

Постановка проблеми. Протекціонізм у процесі глобалізації економіки перетворився з фокусування на торговельній політиці, базованій на впровадженні тарифних обмежень, а пізніше й нетарифних інструментів захисту, у складний комплексний механізм економічної політики, спрямований на підвищення конкурентоспроможності національної економіки та її адаптивних до «нової норми» світової економіки проявів, що ми називаємо неопротекціонізмом. Монетарний неопротекціонізм як одна з його форм дедалі активніше стає інструментом як стабілізаційної, так і стимулювальної політики розвинених країн, яскраво демонструючи всі переваги володіння монетарним суверенітетом. Утім, слід визнати: досі в економічній науці не існує домінуючого розуміння останнього. В емпіричному застосуванні доволі часто можна зустріти два трактування цього поняття – вузьке (якщо держава має монополне право на випуск власної грошової одиниці) та широке (якщо держава має монополне право на випуск власної грошової одиниці; здійснює ефективний контроль пропозиції грошей у власній економіці, тобто має

можливість гнучко впроваджувати інструменти нетрадиційної монетарної політики.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Британський щотижневик *The Economist* присвятив низку статей проблемі монетарного протекціонізму [1; 2], вивчаючи його взаємозв'язок із торговельним протекціонізмом, спираючись на заяви високопосадовців як із розвинених країн, так і з тих, що розвиваються. Так, цитуючи президента Бразилії Д. Русеф, до форм прояву монетарного протекціонізму віднесено валютні війни та «монетарне цунамі», під яким розуміють таку рекомбінацію потоків капіталу і глобальної ліквідності, що призводить до непрогнозованих наслідків для платіжних балансів країн-донорів та країн – реципієнтів капіталу. Віце-міністр фінансів КНР Ч. Гангау висловив занепокоєння наслідками надмірної ліквідності внаслідок реалізованої США політики кількісного пом'якшення на країни з ринками, що розвиваються, і резюмував, що за таких обставин Китай удаватиметься до ручного управління курсом юаня, не віддаючи його на поталу ринковим механізмам. Протекціонізм на валютних ринках як

ознаку валютних воєн С. Дюрусой, Е. Сіка і З. Бейган [3] розглядали на досвіді ЄС, інтерпретуючи запроваджену ним політику кількісного пом'якшення як новий інструмент сприяння економічному зростанню, здешевлення вартості кредитних ресурсів комерційних банків унаслідок зростання грошової маси в обігу, а отже – стимулювання національного виробництва. Ренесанс економічного націоналізму як об'єктивна реакція на фрагментацію Єврозони розглядається А. ван Райетом не лише як деформаційна домінанта згорання подальших інтеграційних перспектив ЄС (створення єдиного фіскального та банківського союзів), а й як політика окремих європейських держав, спрямована на посилення фінансової та монетарної автономії [4]. Падіння показників світової торгівлі одночасно як тригер націоналістичних інтенцій в економічних політиках розвинених країн і як наслідок останніх вивчали експерти Європейського центрального банку, стверджуючи, що фінансовий та монетарний протекціонізм – яскрава ознака наруги над ідейними засадами вільної торгівлі [5]. Експансіоністський потенціал монетарної політики відзначав неодноразово у своїх доповідях і президент ЄЦБ М. Драгі [6].

Постановка завдання. Під час дослідження монетарного неопротекціонізму ми пристаємо до широкого трактування поняття «монетарний суверенітет» і ставимо за мету аналіз використання нетрадиційної монетарної політики в країнах ЄС, продемонструвавши його інструментарій.

Виклад основного матеріалу дослідження. Світова фінансова криза не оминула країни ЄС, де викликала гострі кризові явища, поглиблені внутрішніми структурними диспропорціями. Наслідки вимагали негайних заходів політики з боку ЄЦБ у рамках Єврозони та ЦБ інших країн – членів ЄС, покликаних стримати падіння економіки та стабілізувати фінансовий сектор. У рамках реалізації монетарної політики ЄЦБ переважно використовує традиційні інструменти: операції на відкритому ринку; постійні механізми кредитування; мінімальний рівень резервів кредитних інститутів [7]. Найбільшу роль в операційному механізмі монетарної політики ЄЦБ відіграють операції на відкритому ринку.

1. *Традиційні операції на відкритому ринку* проводяться у вигляді операцій РЕПО (у формі зворотніх угод: ЄЦБ купує активи у комерційного банку з умовою їхнього зворотнього викупу) або кредитування під заставу активів у формі регулярних аукціонів з надання євроліквідності терміном на сім днів (MRO, операції основного рефінансування), а також один-три місяці (LTRO, довгострокові операції рефінансування). Операції MRO забезпечують вплив на ставку відсотку в рамках дуже обмеженого, попередньо визначеного періоду. За допомогою операцій MRO ЄЦБ регулює короткострокові ставки і короткострокову ліквідність

комерційних банків. Щотижневі операції MRO ЄЦБ доповнює регулярними щомісячними операціями LTRO з різними термінами погашення. Операції LTRO використовуються для надання додаткового фінансування і спрямовані на забезпечення довгострокової ліквідності банківського сектору Єврозони. У період загострення кризових явищ регулярні операції ЄЦБ було доповнено аукціонами з надання ліквідності на шість, дванадцять і тридцять шість місяців (шестимісячні, одно- і трирічні LTRO).

2. *Постійні механізми кредитування* (Standing Facilities) набувають двох форм:

1) Кредити овернайт комерційним банкам. У разі напруженої ситуації з ліквідністю на міжбанківському ринку банк може звернутися за допомогою до ЄЦБ – кредитора останньої інстанції. Ставка за кредитами ЄЦБ, за якою регулятор надає в позику кошти кредитним інститутам, вище ставок на міжбанківському ринку. Це верхня межа ставок овернайт.

2) Розміщення надлишкових резервів на рахунках ЄЦБ (Deposit facility). Депозитна ставка ЄЦБ – це ставка, під яку ЄЦБ залучає надлишкові резерви (надлишкову ліквідність) банків у кінці кожного робочого дня. Підвищуючи депозитну ставку, ЄЦБ стимулює зберігати резерви в ЄЦБ (абсорбує ліквідність), зменшуючи депозитну ставку – стимулює банки зменшувати залишки на його кореспондентських рахунках (підвищує ліквідність). Це нижня межа ставок овернайт.

Упродовж 2009–2012 рр. майже вся ліквідність від трирічних операцій LTRO не вийшла за межі регулятора, бо була одразу спрямована на депозити овернайт в ЄЦБ, незважаючи на те що ЄЦБ знижував депозитну ставку. І лише після того, як депозитну ставку було знижено до нульової позначки в липні 2012 р., кошти з депозитів овернайт було переведено на поточні рахунки [7].

3. *Мінімальний рівень резервів.*

1) *Обов'язкові резервні вимоги.* Система обов'язкових мінімальних резервів створена для стабілізації відсоткових ставок грошового ринку, створення (або збільшення) дефіциту ліквідності й управління грошовою експансією. Резервні вимоги для кожної установи визначаються на основі елементів її балансу. Затвердження резервних вимог має базуватися на усереднених за місяць щоденних резервних показниках установи. У грудні 2011 р. ЄЦБ низив рівень обов'язкових резервів до 1% від загального розміру зобов'язань банків для вивільнення додаткової ліквідності в систему.

2) *Екстрена кредитна допомога.* Не є обов'язковою, має тимчасовий характер, передбачає надання екстреної кредитної допомоги окремим фінансовим інститутам. Незважаючи на тимчасовий характер таких операцій, на практиці вони є дієвим і важливим інструментом фінансування для окремих банків і фінансових інститутів [8].

Заходи, вжиті ЄЦБ на першому етапі кризи, були переважно спрямовані на стабілізацію фінансового ринку, передусім банківського сектору, як основи європейської банківської системи. ЄЦБ виконував функцію кредитора останньої інстанції для банківського сектора і надавав додаткову ліквідність. У квітні 2008 р. у відповідь на погіршення ситуації на фінансових ринках ЄЦБ розширив кредитування в рамках операцій LTRO і продовжив термін кредитів у рамках операцій на шість, 12 і 36 місяців. Правила доступу до кредитів від ЄЦБ були суттєво лібералізовані, як і вимоги до забезпечення. Разом із продовженням термінів фінансування комерційних банків Єврозони ЄЦБ поступово знижував відсоткові ставки, за якими надавалися кредити.

В арсеналі ЄЦБ є три різновиди відсоткових ставок: *ставка рефінансування* (за якою ЄЦБ кредитує банки Єврозони в рамках операцій MRO (у період кризи ставки за операціями MRO і LTRO були уніфіковані)); *депозитна ставка* (ставка, за якою ЄЦБ залучає надлишкову ліквідність (або надлишкові резерви) банків у кінці кожного робочого дня); *ставка overnight* (ставка, за якою банки кредитують одне одного на міжбанківському ринку). У стабільних ринкових умовах ставка рефінансування слугує індикатором або верхньою межею для ставки овернайт, а нижню межу для ставки овернайт визначає рівень депозитної ставки [8].

У докризовий період облікова ставка вважалася найбільш дієвим інструментом ЦБ. Саме її ЄЦБ активно застосовував у період світової фінансової кризи: було реалізовано шість поетапних скорочень ставки з 3,25% у листопаді 2008 р. до 1% у травні 2009 р. Практика зниження облікової ставки була відновлена в липні 2012 р. і викликана черговою хвилею загострення європейської боргової кризи. Подальші заходи зі зниження кредитної ставки мали вже суто декларативний характер, оскільки ставка вже була на позначці близькій до нуля. Востаннє ставка була знижена в березні 2016 р., коли ЄЦБ офіційно зафіксував ставку на нульовій позначці. Безпрецедентні заходи пом'якшення монетарної політики були обґрунтовані необхідністю боротьби з низькими темпами економічного зростання в країнах Єврозони на тлі високих рівнів безробіття. При цьому масштаби зниження відсоткових ставок ЄЦБ не порівнювані із заходами ЦБ інших розвинених країн світу. У кризових умовах, що склалися на фінансовому ринку в Єврозоні, обсяги надлишкових резервів комерційних банків Єврозони перевищили 700 млрд. євро, а ставки овернайт практично знаходилися на нижній межі – на рівні депозитної ставки ЄЦБ. З огляду на це, зниження ставки рефінансування (кредитної ставки ЄЦБ) практично не мало жодного ефекту на ставку овернайт. У таких умовах для забезпечення зниження ринкових ставок на грошовому ринку Єврозони найдоцільніше регулятору було далі знижувати депозитну ставку до від'ємного значення.

Саме тому щойно було вичерпано можливості використання кредитної ставки, ЄЦБ переорієнтувався на депозитну ставку. Численна кількість комерційних банків Єврозони зберігають на депозитах в ЄЦБ значні обсяги вільних коштів, причому в силу поліпшення ситуації з ліквідністю на фінансових ринках Єврозони їхні обсяги невпинно зростали. Така модель поведінки комерційних банків може бути пояснена дефіцитом надійних та прибуткових інвестиційних інструментів, а також кредитоспроможних позичальників в умовах низьких темпів економічної активності в Єврозоні. Як результат, банки віддавали перевагу депонуванню надлишкових коштів на рахунках в ЄЦБ, незважаючи навіть на те, що реальна прибутковість таких вкладень дорівнювала нулю із середини 2012 р. Більше того, всі ці кошти на рахунках в ЄЦБ не працюють на економіку, тому для поживлення темпів економічного зростання ЄЦБ прийняв рішення про запровадження від'ємної ставки для банків, що зберігають залишки надлишкової ліквідності на рахунках в ЄЦБ (депозитної ставки) – фактично штрафу за бездіяльність і за нездатність знайти адекватні способи використання наявних вільних коштів. У червні 2014 р. ЄЦБ установив депозитну ставку на рівні $-0,1\%$ і поступово знижував її до $-0,4\%$ до березня 2016 р. Так регулятор намагався змінити мотивацію банків Єврозони, знизити обсяг надлишкових резервів і стимулювати кредитування реального сектору економіки.

Від'ємна депозитна ставка ЄЦБ застосовувалася не до всіх резервів комерційних банків, розміщених на рахунках в ЄЦБ. Обов'язкові резерви, що зберігаються відповідно до законодавчо встановлених нормативних вимог регулятора, не потрапили під дію штрафу. Однак практика виплат відсотків, нарахованих на обов'язкові резерви, була призупинена: з 16 березня 2016 р. ставка за обов'язковими резервам була знижена з $0,05\%$ до $0,00\%$ [10, с. 201].

Оскільки від'ємна депозитна ставка ЄЦБ не застосовується до обов'язкових резервів, то численні банки скористалися цим, щоб перевести кошти на рахунках у ЦБ із категорії добровільних депозитів у категорію обов'язкових резервів. Це дало підставу багатьом стверджувати, що політика ЄЦБ, незважаючи на всі зусилля, виявилася малоефективною і не змогла попередити накопичення резервів на рахунках в ЄЦБ. Тобто стимулюючі заходи ЄЦБ і масштабні ін'єкції не забезпечили значного зростання кредитування реальної економіки, а лише призупинили загострення негативних тенденцій [10, с. 202].

У докризові періоди ЄЦБ успішно підтримував декларований рівень інфляції (2%) за допомогою традиційного операційного механізму. В період розгортання боргової кризи в Єврозоні ЄЦБ опинився в ситуації, коли традиційних інструментів

(облікової та депозитної ставок) виявилось недостатньо і вони вже були не здатні чинити суттєвий вплив на фінансові ринки, що знаходилися у стані стресу. Й у США, й у Єврозоні традиційна стратегія монетарного регулювання не працювала: ЄЦБ аналогічно ФРС здійснював масштабні придбання активів і утримував украй низькі (а пізніше від'ємні) короткострокові відсоткові ставки. Але мета програми кількісного пом'якшення ЄЦБ була відмінною від мети ФРС, оскільки для Єврозони характерна інша структура ринку фінансового посередництва і практика купівлі-продажу та володіння цінними паперами в Європі не настільки поширена, як у США. Саме тому в Єврозоні кількісне пом'якшення не може стимулювати споживчі витрати через підвищення чистої вартості активів домогосподарств.

Окрім того, серед першопричин зниження відсоткових ставок ЄЦБ було здешевлення євро та стимулювання чистого експорту. Але хоча більш дешевий євро сприяв зростанню експорту та скороченню імпорту, суттєво підвищити чистий експорт та ВВП Єврозони не вдалося. Більша частина експорту Єврозони спрямовується в інші держави – члени монетарного союзу, які користуються тією ж валютою. Навіть експорт до США не зріс суттєво, оскільки європейські експортери переважно укладають контракти в доларах і переглядають ціни повільно. У цілому результати вжитих заходів були не втішними. Навіть стратегія ЄЦБ із придбання облігацій, спрямована на збільшення кредитних ресурсів у розпорядженні банків, не принесла суттєвих результатів. На противагу американським банкам, які отримують відсоток за зберігання резервів на рахунках у ФРС, банки Єврозони фактично несуть витрати під час зберігання коштів на рахунках ЄЦБ (після зниження депозитної ставки ЄЦБ). ЄЦБ розраховував на те, що банки, своєю чергою, використають ці кошти на кредитування суб'єктів господарювання. Однак суттєвого зростання банківського кредитування не відбулося, ймовірно, через слабкий попит із боку суб'єктів господарювання на кредитні ресурси та недостатній робочий капітал банків [11].

Із початком світової фінансової кризи ЄЦБ, як і інші ЦБ, зіштовхнувся з необхідністю розширення арсеналу інструментів монетарної політики за рахунок нових нетрадиційних заходів. Зокрема, у 2009 р. ЄЦБ розпочав програми кількісного пом'якшення у формі масштабного придбання цінних паперів, передусім державних облігацій країн Єврозони. ЄЦБ не прагнув замінити новими заходами політики дію традиційної монетарної політики. Навпаки, нетрадиційні заходи були спрямовані на підтримку ефективної роботи трансмісійного механізму традиційної політики і покликані доповнити її, а не відмінити з огляду на стан економіки країн – членів Єврозони.

Запропоновані програми придбання активів охоплювали всі програми, у рамках яких відбувалося придбання корпоративних та державних цінних паперів, спрямованих на попередження ризику тривалої дефляції. До програм придбання активів ЄЦБ належать:

- *три програми викупу облігацій із покриттям (CBPP)*. Перша програма була ініційована 2 липня 2009 р. На зміну їй у листопаді 2011 р. прийшла друга програма. Третя програма була розпочата 20 жовтня 2014 р. Програми сприяли роботі механізму монетарної трансмісії, підтримці належних фінансових умов в Єврозоні, кредитуванню реальної економіки та формуванню позитивних зовнішніх ефектів для інших сегментів ринку;

- *програми придбання цінних паперів, забезпечених активами (ABSPP)*. Програми були розпочаті 21 листопада 2014 р. Покликані допомогти банкам урізноманітнити джерела фінансування та стимулювати випуск нових цінних паперів, а також кредитування реального сектору економіки. Зокрема, сек'юритизація позик та їхній подальший продаж дають змогу банкам залучати додаткові кошти, необхідні для надання кредитів суб'єктам господарювання. Це допомагає надалі полегшити умови фінансування та кредитування та забезпечити дієву роботу механізму монетарної трансмісії;

- *програма придбання державних цінних паперів (PSPP)* була розпочата ЄЦБ 9 березня 2015 р.;

- *програма придбання корпоративних цінних паперів (CSPP)* була розпочата ЄЦБ 8 червня 2016 р. і спрямована на полегшення умов кредитування реального сектору економіки;

- *програма інтервенцій на ринок цінних паперів (SMP)*. Проводилася з 10 травня 2010 р. до 6 вересня 2012 р. у відповідь на загострення умов на окремих сегментах ринку, що перешкоджали належній роботі механізму монетарної трансмісії. Щоб програма не позначилася на обсягах ліквідності в системі, ЄЦБ змушений був поглинати надлишкову ліквідність на щотижневих депозитних аукціонах, які проводилися до 10 червня 2014 р. [8].

Масштабні програми придбання цінних паперів мали на меті збільшення пропозиції грошей в економіці, зниження кредитних ставок і розширення доступу до кредитних ресурсів. За рахунок цього планувалося поживати внутрішній попит, стимулювати інфляцію та уникнути розгортання дефляційних процесів. Також шляхом придбання державних облігацій ЄЦБ прагнув витіснити приватних інвесторів із консервативного ринку державних цінних паперів і змусити їх вкладати кошти в інші фінансові інструменти (наприклад, корпоративні облігації), а також розширювати обсяги кредитування суб'єктів господарювання. У кінцевому підсумку такі заходи покликані стимулювати платоспроможний попит і економічне зростання.

Програми придбання боргових інструментів суттєво підвищили вартість активів на балансі ЄЦБ та обсяги ліквідності в банківській системі. Станом на кінець березня 2017 р. вартість придбаних цінних паперів на балансі ЄЦБ становила 1,771 млрд. євро. Щомісячні обсяги придбання державних та корпоративних цінних паперів становили 80 млрд. євро (з березня 2015 р. до березня 2016 р. – 60 млрд. євро). З квітня 2017 р. щомісячні обсяги придбання цінних паперів становитимуть 60 млрд. євро та заплановані до кінця 2017 р. Можуть бути продовжені за умови, якщо прогнози ЄЦБ щодо середньострокових темпів інфляції відхиляються від визначеної цілі на 2% [8].

Загалом доцільно виокремити три періоди реалізації монетарної політики ЄЦБ, що принципово відрізняються як цілями, так і формами реалізації:

I період: серпень 2007 р. – травень 2010 р.

Заходи цього періоду можна класифікувати так: надання ліквідності банкам за фіксованими відсотковими ставками; розширення переліку активів, що можуть бути використані як застава; продовження термінів погашення операцій рефінансування до одного року; надання ліквідності в іноземній валюті, зокрема доларі (за допомогою валютних свопів); прямі придбання номінованих в євро облігацій, випущених в Єврозоні. У цей період ЄЦБ виконує функцію кредитора останньої інстанції для стабілізації фінансового ринку, передусім банківського сектору.

II період: травень 2010 р. – травень 2013 р.

Період широкомасштабної боргової кризи в Єврозоні, поєднаної з кризою банківського сектору. Мета заходів – підтримати країни з високим рівнем боргу і забезпечити доступ до необмеженої ліквідності на ринку [12, с. 134–136].

III період: травень 2013 р. – донині.

Характерна особливість цього періоду – розширення переліку нетрадиційних заходів: доповнення заходів кредитного пом'якшення політикою оголошення про наміри та заходами кількісного пом'якшення. Кількість кредитів в економіці зменшилася (зменшення надлишкових резервів свідчило про те, що банки використовували надлишкові резерви не для надання кредитів, а для операцій на фондовому ринку), це підштовхнуло ринкові відсоткові ставки до зростання. У відповідь на різке підвищення ринкових відсоткових ставок ЄЦБ почав їх знижувати. У середині 2013 р. ЄЦБ удався до нової форми нетрадиційної монетарної політики – політики оголошення про наміри (*forward guidance*), покликаної дати чітке розуміння про довгостроковий розвиток ключових відсоткових ставок і зменшити волатильність та невизначеність на ринку. У 2014 р. ЄЦБ оголосив про початок програми придбання облігацій, забезпечених активами (ABSPP), а також облігацій із покриттям (CBPP)

для стимулювання кредитування реального сектору економіки (через вплив на довгострокові відсоткові ставки), покликаною сприяти подоланню дефляційних тенденцій і в кінцевому підсумку поверненню інфляції до цільового значення у 2%. У січні 2015 р. ЄЦБ розпочав іншу програму кількісного пом'якшення – програму придбання державних цінних паперів (PSPP).

Додатково в 2016 р. було введено програму цільового довгострокового фінансування (*Targeted Long Term Refinancing Operation, TLTRO*). Відмінність TLTRO від LTRO полягає у тому, що ЄЦБ увів обмеження для комерційних банків на використання отриманих коштів і змусив банки витратити їх на кредитування реального сектору економіки. При цьому депозитна ставка вже була від'ємною, щоб абсолютно демотивувати банки зберігати кошти на депозитах в ЄЦБ понад встановленого нормативу [12, с. 136–137].

Усі охарактеризовані вище особливості монетарної політики ЄЦБ зумовлені, з одного боку, інституційними характеристиками Єврозони (зокрема, єдина монетарна політика країн – членів Єврозони, основна мета якої – низька інфляція, водночас різна економічна ситуація в країнах-членах, відсутність у країн-членів монетарних інструментів впливу на власну економіку, фінансова система, де домінуюча роль належить банкам), а з іншого боку, особливостями розгортання кризи в Єврозоні (одночасне поєднання кризи банківського сектору з борговою кризою).

Згідно з оцінкою МВФ, нині монетарна політика ЄЦБ достатньо м'яка. Остання програма заходів, прийнята у березні 2016 р., що передбачала подальше скорочення відсоткових ставок, зростання щомісячних обсягів придбання активів до 80 млрд. євро (включно з корпоративним облігаціями нефінансового сектору) та нову програму цільового довгострокового фінансування (TLTRO II), вказала на прагнення ЄЦБ досягти бажаного рівня цінової стабільності. Запропоновані заходи мають збільшити пропозицію кредитних ресурсів в економіці, полегшити умови доступу до кредитних ресурсів та попередити потенційні негативні наслідки від'ємних відсоткових ставок для прибутковості банків, скоротити витрати банків та небанківських фінансових установ на залучення додаткових коштів, а також стимулювати сукупний попит. Якщо прогнози інфляції відхилитимуться від цільових показників або погіршуватимуться, ЄЦБ має бути готовим продовжувати ультратям'яку монетарну політику, передусім через розширення програм придбання активів [13; 14].

Висновки з проведеного дослідження. В умовах фінансової глобалізації змінюється модель побудови фінансової системи як на національному, так і на світовому рівні. У силу зміни

характеру взаємозв'язків модифікуються ризики та канали трансмісії, внаслідок чого ускладнюється регулювання монетарної сфери традиційними заходами грошово-кредитної політики. У результаті докорінних структурних змін у світовій економіці, що загострилися в період світової фінансової кризи, дискреційна монетарна політика розвинених країн світу еволюціонувала в нетрадиційну монетарну політику як форму антициклічної політики, покликаної попередити колапс банківського сектору, падіння фінансового сектору та реальної економіки.

Неопротекціоністський потенціал нетрадиційної монетарної політики є незаперечним. До його проявів ми відносимо здатність забезпечувати характерне зростання ролі балансів ЦБ як інструменту монетарної політики, за якого основний канал впливу балансової політики ЦБ полягає у зміні структури балансів суб'єктів господарювання приватного сектору. Прикладом суто нетрадиційної монетарної політики є заходи пом'якшення, серед яких виокремлюються заходи кількісного пом'якшення (розширення банківських резервів на рахунках ЦБ) та кредитного пом'якшення (кредитування і надання ліквідності різним фінансовим установам). Результатом неопротекціоністської монетарної політики було безпрецедентне зростання балансів ЦБ, що супроводжувалося зміною структури активів і пасивів ЦБ на різних етапах монетарного регулювання. Завдяки застосуванню ЦБ заходів нетрадиційної монетарної політики фінансова криза 2007–2009 рр. вважається винятковим економічним явищем не лише в силу своїх причин, форм прояву та етапів розвитку, а й методів, ужитих ЦБ розвинених країн для попередження паніки на фінансових ринках і мінімізації негативних наслідків для реального сектору економіки.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Monetary and trade policy: Does monetary protectionism lead to trade protectionism? [Electronic resource]. – Mode of access : https://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/11/monetary_and_trade_policy.
2. Fratzscher M. Externalities, Monetary Policy and Capital Flow Policies / M. Fratzscher [Electronic resource]. – Mode of access : http://www.iadb.org/res/centralBanks/publications/cbm71_1033.pdf.

3. Durusoy S. Economic Crisis and Protectionism Policies: The Case of the EU Countries / S. Durusoy, E. Sica, Z. Beyhan // *International Journal of Humanities and Social Science*. – 2015. – Vol. 5. – № 6 [Electronic resource]. – Mode of access : http://www.ijhssnet.com/journals/Vol_5_No_6_1_June_2015/7.pdf.

4. Riet van A. Market-preserving fiscal federalism in the European Monetary Union / A. van Riet [Electronic resource]. – Mode of access : https://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/78584/1/MPPRA_paper_77772.pdf.

5. Understanding the weakness in global trade What is the new normal? [Electronic resource]. – Mode of access : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop178.en.pdf>.

6. Moyer L. ECB President Draghi warns of 'serious risk' to global economy from rising protectionism / L. Moyer [Electronic resource]. – Mode of access : <https://www.cnbc.com/2017/08/25/ecb-president-draghi-warns-of-serious-risk-to-global-economy-from-rising-protectionism.html>.

7. Монетарная политика ЕЦБ в цифрах: последнее обновление / Брокерская компания «КИТФинанс». – 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://smart-lab.ru/company/kitfinance/blog/86982.php>.

8. The Eurosystem's instruments / European Central Bank [Electronic resource]. – Mode of access : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>.

9. Key ECB interest rates / European Central Bank [Electronic resource]. – Mode of access : https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html.

10. Захаров П.В. Денежно-кредитная политика Европейского центрального банка на современном этапе / П.В. Захаров // Проблемы национальной стратегии. – 2016. – № 4. – С. 195–217.

11. Rognliey M. What Lower Bound? Monetary Policy with Negative Interest Rates / M. Rognliey // Northwestern University and Princeton University. – 2016 [Electronic resource]. – Mode of access : http://mattrognlie.com/negative_rates.pdf.

12. Кавицкая И.Л. Монетарная политика Европейского центрального банка в современных условиях / И.Л. Кавицкая // Вопросы регулирования экономики. – 2015. – № 4. – С. 131–139.

13. Comprehensive, More Balanced Policies to Boost Growth and Strengthen the Union / IMF Staff Report for the 2016 Article IV Consultation. – 2016 [Electronic resource]. – Mode of access : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16219.pdf>.

14. Monetary Policy and Financial Stability / IMF Staff Report. – 2015 [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/082815a.pdf>.