

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ І. І. МЕЧНИКОВА

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ І. І. МЕЧНИКОВА

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

АЛЕКСЕЄВСЬКА Галина Сергіївна

УДК 339.74; 339.97

ДИСЕРТАЦІЯ

**ВПЛИВ НЕТРАДИЦІЙНИХ МЕТОДІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА
ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇН**

292 – міжнародні економічні відносини

Подається на здобуття наукового
ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело
_____ Г. С. Алексеєвська

Науковий керівник: д.е.н, професор Якубовський Сергій Олексійович

Одеса – 2020

АНОТАЦІЯ

Алексеевська Г. С. Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії з галузі знань 29 «Міжнародні відносини» за спеціальністю 292 «Міжнародні економічні відносини». – Одеський національний університет імені І. І. Мечникова, Одеса, 2020.

Дисертаційну роботу присвячено комплексному дослідженню впливу нетрадиційних методів монетарної політики Центральних банків ЄС, США та Японії на економічний розвиток країн, в умовах глобальної економічної нестабільності.

У вступі обґрунтовано актуальність теми, її зв'язок з науковими програмами, темами, визначено мету, завдання, предмет, об'єкт і методи дослідження, розкрито наукову новизну, практичне значення та апробацію одержаних результатів.

У розділі 1 «Теоретичні основи дослідження нетрадиційної монетарної політики» досліджено підходи до аналізу змісту понять «економічний розвиток» і «монетарна політика» та основні фактори економічного розвитку країн, серед яких монетарна політика є одним з головних. Подальшого розвитку також дістав аналіз сутності нетрадиційної монетарної політики. Дисертантом доповнено категоріальний апарат дослідження, а саме запропоновано під поняттям «нетрадиційна монетарна політика» розуміти її як сукупність заходів, спрямованих на відновлення функціонування трансмісійного механізму політики й усунення дисбалансів на фінансовому ринку з відповідним забезпеченням додаткового монетарного стимулювання в умовах «пастки ліквідності» за допомогою змін у структурі й обсязі балансу центрального банку та відсоткових ставок.

Досліджено інструментарій монетарної політики, який складається з традиційних і нетрадиційних методів, а також цілі їх застосування. Набула подальшого розвитку класифікація нетрадиційних методів монетарної політики, у межах якої визначено п'ять основних інструментів: попереднє керівництво, що є комунікаційним інструментом монетарної влади, який складається з заяв і зобов'язань центральних банків, насамперед, з підтримки короткострокової відсоткової ставки на певному рівні протягом певного періоду часу, а також заяв щодо інших нетрадиційних заходів; кількісне пом'якшення під яким, як правило, розуміють великомасштабні раунди з придбання цінних паперів і розширення грошової бази; кредитне пом'якшення, яке складається з розширення кредитних операцій для фінансових установ; від'ємні відсоткові ставки, які є платою за володіння високоліквідними та високонадійними державними цінними паперами провідних країн Європи та Японії, чи за привілей зберігати гроші на рахунках у центральному банку. Автором також запропоновано ввести до цього переліку якісне пом'якшення під яким розуміється розширення строків погашення цінних паперів, купівля довгострокових цінних паперів за рахунок продажу короткострокових активів з портфеля ЦБ. У дисертаційній роботі також були досліджені канали передачі імпульсів нетрадиційної монетарної політики, основними серед яких є: канал сигналізації, канал перебалансування портфеля і канал ліквідності.

У дисертаційній роботі на основі аналізу наявних підходів до оцінки рівня впливу нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток країн зроблено висновок, про їх невичерпність з огляду на швидкість зміни економічної ситуації у світі, що потребує нових досліджень. Грунтуючись на цьому, у дисертаційній роботі розроблені авторські моделі дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток як розвинених країн, які здійснюють нетрадиційну монетарну політику, так і країн з ринком, що формується. Це обумовлено тим, що сьогодні процеси глобалізації та інтеграції посилюють взаємозалежність національних економік

різних груп країн, а країни з ринком, що формується стають все більш інтегрованими у світову фінансову систему.

У розділі 2 «Світовий досвід застосування нетрадиційних методів монетарної політики» було проаналізовано етапи, особливості та ефективність використання нетрадиційних методів монетарної політики на прикладі центрального банку Японії, Федеральної резервної системи США та Європейського центрального банку.

Автором було удосконалено теоретико-методичні підходи емпіричного дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток розвинених країн, на основі оцінки характерних особливостей різних періодів проведення нетрадиційної монетарної політики з урахуванням системи причинно-наслідкових зв'язків та залежностей між фінансовими показниками національної економіки і характерними особливостями трансформації монетарної політики після кризи 2008-2009 рр.

У рамках дослідження було проаналізовано умови та стан економіки розвинених країн, в яких використовувалися нетрадиційні методи монетарної політики. У результаті можна зазначити, що умови застосування нетрадиційних методів монетарної політики були майже однаковими. Після фінансової кризи 2008–2009 років у розвинених країнах спостерігалось різке зниження ВВП, а приріст ВВП був від'ємним, відбулося значне скорочення обсягів промислового виробництва, збільшився рівень безробіття, спостерігалися дефляційні тенденції, у результаті використання традиційних методів монетарного регулювання, а зокрема зниження відсоткових ставок, центральні банки потрапили в «пастку ліквідності». Але слід також зауважити, що з такими проблемами Японія вже стикалася на початку 2000-х років, і тому в дисертаційній роботі були досліджені два періоди застосування нетрадиційних методів монетарної політики центральним банком Японії, а саме період з 2000 р. до 2006 р. і з 2008 р. – до початку 2020 року.

У дисертації також було виявлено схожі й відмінні риси в стратегіях реалізації нетрадиційної монетарної політики, які в основному ґрунтуються на типах фінансових систем, а також з 2008 року Федеральна резервна система проводила нетрадиційну монетарну політику комбінуючи різні види попереднього керівництва, політики кредитного, кількісного, якісного пом'якшення на відміну від центрального банку Японії та Європейського центрального банку, які, в доповнення переліченим, застосували ще політику від'ємних відсоткових ставок.

Апробація авторських моделей дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики, які були реалізовані центральним банком Японії, Федеральною резервною системою та Європейським центральним банком на економічний розвиток розвинених країн, показала наявність високого ступеню зв'язку між показниками обсягу балансу, монетарної бази та короткострокової відсоткової ставки центральних банків з показниками, фондових індексів, рівня інфляції, обмінного курсу, дохідності державних облігацій і спредів кредитних дефолтних свопів.

Результати проведеного дослідження дали можливість підтвердити гіпотезу про позитивний вплив нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток країн. Разом з тим слід зазначити, що використання нетрадиційних методів монетарної політики несе в собі певні загрози щодо їх наслідків. Зокрема в сучасних умовах несприятливого епідеміологічного стану у світі на початку 2020 року досліджувані центральні банки посилили свої нетрадиційні заходи монетарної політики. Така ситуація породжує ще більшу стурбованість щодо наслідків м'якої монетарної політики, основними з яких є великі баланси центральних банків та їх подальше збільшення, а також довгий період занадто низьких відсоткових ставок, що зменшує можливості монетарної політики в реагуванні на кризові явища у майбутньому.

У розділі 3 «Вплив нетрадиційної монетарної політики центральних банків розвинених країн на економічний розвиток країн з ринком, що формується» удосконалено моделювання в системі дослідження впливу

нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн з ринком, що формується на основі: дослідження каналів передачі впливу нетрадиційної монетарної політики; визначення впливу нетрадиційних методів монетарної політики розвинених країн на трансграничні потоки капіталу в країнах Центральної та Східної Європи та дослідження впливу оголошень щодо нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії, Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку на фінансові показники України.

У процесі дослідження, насамперед, було здійснено аналіз каналів передачі нетрадиційної монетарної політики розвинених країн на економічний розвиток країн з ринком, що формується. У результаті було виділено такі основні канали: як канал сигналізації, канал довіри, канал перебалансування портфеля, канал відсоткових ставок і канал міжнародної ліквідності, через які нетрадиційні заходи розвинених країн можуть стимулювати трансграничні потоки капіталу, впливати на валютні курси, ціни активів, споживчі ціни, умови кредитування та загалом на економічні процеси в країнах з ринком, що формується.

Емпірично було досліджено вплив нетрадиційної монетарної політики Європейського центрального банку на економіки країн Центральної та Східної Європи. Зокрема, за допомогою регресійного аналізу було оцінено вплив збільшення балансу ЄЦБ на дохідність державних 10-річних облігацій та на потоки капіталу в Польщу, Угорщину, Чехію, Болгарію, Хорватію, Румунію та Україну, а також визначено загальний вплив нетрадиційної політики ЄЦБ на застосування антикризових заходів центральними банками досліджуваних країн. У результаті аналізу було виявлено, що нетрадиційна монетарна політика Європейського центрального банку, вплинула на прибутковість державних облігацій країн Центральної та Східної Європи, яка загалом знизилася після 2014 року. Реалізація нетрадиційної монетарної політики та збільшення обсягу балансу ЄЦБ також впливають на потоки інвестицій у країни ЦСЄ, але в

основному – це боргові інструменти як в прямих, так і в портфельних інвестиціях.

Вагому увагу у дисертаційній роботі було приділено дослідженню впливу оголошень Європейського центрального банку, Федеральної резервної системи та центрального банку Японії про впровадження різноманітних нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові показники України та проаналізовано можливості використання досвіду застосування нетрадиційних заходів. Під час дослідження доведено, що на фінансові показники України найбільший вплив мали дії Європейського центрального банку. І це цілком закономірно, тому що Україна реалізовує євроінтеграційну стратегію. Такі інструменти нетрадиційної монетарної політики, як попереднє керівництво та кількісне пом'якшення, могли б бути застосовані в Україні, але лише з урахуванням національних особливостей економічного та політичного середовища.

Узагальнюючи результати дослідження можна зробити висновок про те, що країни з ринком, що формуються з обережністю відносяться до застосування нетрадиційних методів монетарної політики через можливий відтік капіталу та інфляційні наслідки. Застосування нетрадиційних методів у даній групі країн також повинно враховувати наявні національні економічні та політичні умови.

Ключові слова: нетрадиційна монетарна політика, кількісне пом'якшення, кредитне пом'якшення, від'ємні відсоткові ставки, попереднє керівництво, рівень інфляції, ЄЦБ, ФРС, Банк Японії, країни з ринком, що формується.

ABSTRACT

Alekseievskia H. S. Impact of unconventional monetary policy methods on the economic development of countries. – Qualification research paper as a manuscript.

Thesis for a PhD Degree by Field of study 29 «International Relations» by Program Subject Area 292 «International Economic Relations». – Mechnikov Odesa National University, Odesa, 2020.

The dissertation is devoted to a comprehensive study of the impact of unconventional monetary policy methods of the Central Banks of the EU, USA and Japan on the economic development of countries in conditions of global economic instability.

The introduction highlights the relevance of the topic, its connection with scientific programs, topics, defines the purpose, objectives, subject, object and methods of research, presents the scientific novelty, practical value and approbation of the results.

The Section 1 «Theoretical Research Foundations of Unconventional Monetary Policy" explored approaches to analyzing the concepts of "economic development", "monetary policy" and the main factors of economic development of countries, among which monetary policy is one of the main. The analysis of the concept of unconventional monetary policy was also developed. The dissertation presents the author's categorical apparatus of the research, namely, the term «unconventional monetary policy» implies the set of measures aimed at restoring the functioning of the policy transmission mechanism and eliminating imbalances in the financial market with appropriate provision of additional monetary incentives in the context of a "liquidity trap" through changes in the structure and volume of the central bank balance sheet and interest rates.

Monetary policy toolkit, consisting of traditional and unconventional methods, as well as the purposes of their application were investigated. The classification of unconventional monetary policy methods was further developed, within which five main were identified: forward guidance is a communication tool of monetary authorities that consists of central banks statements and obligations, primarily about of support the short-term interest rate at a certain level for a certain period of time, as well as statements of other unconventional measures; quantitative easing is a large-scale round of purchasing securities and expanding the monetary base; credit easing, which consists of expanding lending operations for financial institutions; negative interest rates, which are payment for the possession of highly liquid and highly reliable government securities, for example, the European countries and Japan, or for the privilege of keeping money in the central bank accounts. The author also proposed to introduce into the list of unconventional monetary policy methods - qualitative easing, which means the extension the maturity of securities by purchase of long-term and the sale of short-term assets from the Central Bank's portfolio. The dissertation paper also explored the transmission channels of unconventional monetary policy, the main of which are: signaling channel, portfolio rebalancing channel and liquidity channel.

In the dissertation research, based on the analysis of the available approaches to assessing the influence of unconventional monetary policy on the economic development of countries, it was concluded that they are incomprehensive, and the rate of change in the economic situation in the world requires new research. Based on this, the author has developed own models for studying the influence of unconventional monetary policy methods on the economic development of both developed countries that pursue unconventional monetary policy and emerging market countries. This is because today the processes of globalization and integration are increasing the interdependence of the national economies of different groups of countries, and emerging markets countries are becoming increasingly integrated into the global financial system.

The Section 2 «World Experience in the Application of Unconventional Monetary Policy Methods», analyzed the stages, features and effectiveness of the use of unconventional monetary policy methods on the example of the central bank of Japan, the US Federal Reserve System and the European Central Bank.

The author improved theoretical and methodological approaches to empirical research of the influence of unconventional monetary policy methods on the economic development of developed countries, based on an assessment of the characteristic features of various periods of unconventional monetary policy, take into account the system of relationships and dependencies between the national economy financial indicators and the characteristic features of the transformation of monetary policy after the crisis of 2008–2009.

The study analyzed the conditions and state of the developed countries economy, which used unconventional methods of monetary policy. As a result, it can be noted that the conditions for the application unconventional monetary policy methods were almost the same. After the financial crisis of 2008–2009, developed countries experienced a sharp decline in GDP, GDP growth was negative, there was a significant reduction in industrial production, an increase in the unemployment rate and deflation, as a result of the use of traditional methods of monetary regulation, in particular a decrease in interest rates, central banks have fallen into a liquidity trap. But it should also be noted that Japan already faced such problems in the early 2000s, and therefore, the dissertation studies examined two periods of application of unconventional monetary policy methods by the central bank of Japan, namely the period from 2000 to 2006 and from 2008 to the beginning 2020.

In the dissertation it was also highlighted similar and distinctive features in strategies for implementing unconventional monetary policy, which are mainly based on the types of financial systems. And also, since 2008, the Federal Reserve System has pursued an unconventional monetary policy by combining various types of forward guidance, credit, quantitative and qualitative easing policies in contrast to the central bank of Japan and the European Central Bank which have also applied negative interest rates in addition to the above.

Approbation of the author's models for studying the influence of unconventional monetary policy methods, which were implemented by the central bank of Japan, the Federal Reserve System and the European Central Bank on the economic development of developed countries, showed a high degree of relationships and dependencies between indicators of the balance sheet volume, monetary base and short-term interest rate of central banks with financial indicators: stock indices, inflation, exchange rate, government bond yields and credit default swaps.

The results of the study made it possible to confirm the hypothesis about the positive impact of unconventional monetary policy on the economic development of countries. At the same time, it should be noted that the use of unconventional monetary policy methods presents a threats due to their consequences. In particular, in the current conditions of an unfavorable epidemiological state in the world, the central banks under study have strengthened their unconventional monetary policy measures. This situation heightens concerns about the consequences of unconventional monetary policy, the main ones of which are large central bank balance sheets and their further increase and a long period of too low interest rates, which reduces the ability of monetary policy to respond to the crisis in the future.

The Section 3 «The Impact of Unconventional Monetary Policy of Developed Countries Central Banks on the Economic Development of Emerging Market Countries» improved modeling in the system of researching the influence of unconventional monetary policy methods on the economic development of emerging market countries based on: research of transmission channels of influence unconventional monetary policy; determine the impact of unconventional monetary policy methods of developed countries on cross-border capital flows in Central and Eastern Europe countries; study the influence of announcements of unconventional monetary policy of the central bank of Japan, the Federal Reserve System and the European Central Bank on financial indicators of Ukraine.

The study, first of all, analyzed the transmission channels of the influence unconventional monetary policy in major developed countries on the economic development of emerging market countries. As a result, the following main channels

were identified: signaling channel, confidence channel, portfolio rebalancing channel, interest rate channel and international liquidity channel. Through these channels, unconventional measures by central banks of developed countries can stimulate cross-border capital flows, influence exchange rates, asset prices, consumer prices, credit conditions, and generally on economic processes in emerging market countries.

The impact of the European Central Bank unconventional monetary policy on the economies of Central and Eastern Europe countries has been empirically estimated. In particular, the effect of increase ECB balance sheet on the yield on government 10-year bonds and on capital flows to Poland, Hungary, Czech Republic, Bulgaria, Croatia, Romania and Ukraine was determined using regression analysis. And also, the dissertation research assessed the overall impact of the ECB's unconventional policy on the application of anti-crisis measures by the central banks of the studied countries. As a result of the analysis, it was revealed that the unconventional monetary policy of the European Central Bank influenced the yield on government bonds of the countries of the CEE countries, which generally decreased after 2014. The implementation of unconventional monetary policy and an increase in the volume of the ECB's balance sheet also affect investment flows to these countries, but mainly these are debt instruments in both direct and portfolio investments.

Significant attention in the dissertation research was paid to the study of the influence of the European Central Bank, the Federal Reserve System and the Central Bank of Japan announcements about implementation of various unconventional monetary policy methods on financial indicators of Ukraine and analyzed the possibility of using the experience of applying unconventional measures. The study proved that on the financial variables of Ukraine had the greatest influence the measures of the European Central Bank. This is quite natural, because Ukraine is implementing a European integration strategy. Such instruments of unconventional monetary policy as forward guidance and quantitative easing could be applied in Ukraine, but only taking into account the national characteristics of the economic and political environment.

Summarizing the results of the study, we can conclude that emerging market countries consider with precaution the use of unconventional methods of monetary policy, this is due to the possible capital outflow and inflationary consequences. The use of unconventional methods in this group of countries should also take into account the existing national economic and political conditions.

Keywords: unconventional monetary policy, quantitative easing, credit easing, negative interest rate, forward guidance, inflation rate, ECB, Fed, Bank of Japan, emerging market countries.

**СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗДОБУВАЧА
ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

Праці в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Alekseevskaya H., Yakubovskiy S., Tsevukh J. Impact of the European Central Bank Monetary Policy on the Financial Indicators of the Eastern European Countries. *Journal Global Policy and Governance*. 2020. Vol. 9, No.1 DOI: <https://doi.org/10.14666/2194-7759-9-1-003> (Scopus)
2. Alekseevskaya H., Mumladze A. Quantitative Easing as the Main Instrument of Unconventional Monetary Policy. *Three Seas Economic Journal*. 2020. Vol.1, No.1. P. 39–45 DOI: <https://doi.org/10.30525/2661-5150/2020-1-7>
3. Alekseevskaya H. Impact of the European Central Bank Monetary Policy on the Financial Indicators of the Bulgaria, Croatia, Romania and Ukraine. *Acta Universitatis Danubius*. 2020. Vol 16, No 2. P. 270–274
4. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові ринки: теоретичний аспект. *Вісник Одеського національного університету*. 2017. Т. 22, Вип. 12. С. 24–27.
5. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Нетрадиційні методи монетарної політики: теоретичні аспекти та практика застосування в ЄС та США. *Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління*. 2017. Т. 16, Вип. 3. С. 32-40.
6. Alekseevskaya H., Derkach T. The Influence of Developed Countries Central Banks' Unconventional Monetary Policy on the Economy of Ukraine. *Actual problems of international relations*. 2020. Release 142. P. 99–108
7. Алексеєвська Г. С. Вплив нетрадиційної монетарної політики ФРС на економічний розвиток США. *Інфраструктура ринку*. 2020. Вип. 44. С. 3–9

8. Alekseevska H., Kyfak A., Rodionova T., Yakubovskiy S. Modeling Outcomes of Unconventional Monetary Policy. *International Journal of Recent Technology and Engineering (IJRTE)*. 2019. Vol. 8, Is.4. P. 10263-10268. DOI:10.35940/ijrte.D4503.118419

Праці які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

9. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Ступінь вивченості питання про вплив монетарної політики і її інструментів на економічний розвиток країн. *Проблеми підвищення ефективності економіки та управління в сучасних умовах*: матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф. Одеса, 2016. С. 159–161

10. Алексеєвська Г.С. Поняття «Монетарная политика» в мировой экономической литературе. *Сучасні наукові погляди на модернізацію і суспільний розвиток Економічної системи*: матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф. Київ: Нова Економіка, 2017. С. 6–8

11. Алексеєвська Г.С. Класифікація інструментів монетарної політики. *Економічний потенціал сталого розвитку країни; сучасний стан, тенденції та проблеми відтворення*: матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф. Львів: Львівська економічна фундація, 2017. С.15–17

12. Алексеєвська Г.С. Теоретичні аспекти застосування нетрадиційних методів монетарної політики в Японії. *Добробут нації в умовах глобальної нестабільності* матеріали VII Міжнарод. наук.-практ. конф, Одеса. 2018. С. 23–25

13. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Вплив монетарної політики на соціально-економічний розвиток приморських регіонів. *Приморські регіони: проблеми та траєкторії соціально-економічного розвитку*: матеріали V Міжнарод. наук.-практ. конф.Одеса. 2018. С. 21–23

14. Alekseevska H. Influence Of Unconventional Monetary Polisy on The 10year Government Bond Yields of Japan. *Imperatives of development of civil society in promoting national competitiveness*. 1st International Scientific and Practical Conference. Batumi, Georgia, Volume I. 2018. P. 60–63

15. Алексеєвська Г. С. Дослідження монетарної політики Європейського Центрального Банку. *Ddigital and innovative economy processes, strategies, technologies*: матеріали Міжнарод. наук. конф. Кельце, Польща, 2019. С. 22–24

16. Алексеєвська Г. С. Наслідки нетрадиційної монетарної політики федеральної резервної системи. *Добробут націй в умовах європейської інтеграції*: матеріали X Міжнарод. наук.-практ. конф. Одеса. 2020. С. 24–28

17. Алексеєвська Г. С. Вплив нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток Японії. *Забезпечення економічної безпеки за умов фінансової нестабільності*: матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф.. Київ: Нова Економіка, 2020. С. 11–15

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ	19
ВСТУП	21
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ НЕТРАДИЦІЙНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ	30
1.1. Сутність монетарної політики та її місце в системі факторів економічного розвитку країн	30
1.2. Аналіз теоретичних досліджень нетрадиційної монетарної політики в сучасній економічній літературі	51
1.3. Методологічні принципи дослідження нетрадиційної монетарної політики	68
Висновки до розділу 1	92
РОЗДІЛ 2. СВІТОВИЙ ДОСВІД ЗАСТОСУВАННЯ НЕТРАДИЦІЙНИХ МЕТОДІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ	94
2.1. Аналіз реалізації нетрадиційної монетарної політики центральним банком Японії	94
2.2. Трансформація монетарної політики Федеральної резервної системи в умовах кризи та посткризовий період	117
2.3. Монетарна політика Європейського центрального банку в сучасних умовах розвитку світової економіки	134
Висновки до розділу 2	149
РОЗДІЛ 3. ВПЛИВ НЕТРАДИЦІЙНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ РОЗВИНЕНИХ КРАЇН НА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇН З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ	151
3.1. Канали впливу нетрадиційної монетарної політики центральних банків розвинених країн на економіку країн з ринком, що формується	151

3.2. Вплив нетрадиційної монетарної політики Європейського центрального банку на фінансові індикатори країн Східної та Центральної Європи	162
3.3. Вплив нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ, ФРС та центрального банку Японії на фінансові показники України	178
Висновки до розділу 3	190
ВИСНОВКИ	193
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	200
ДОДАТКИ	223

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

QE	– кількісне пом'якшення
CE	– кредитне пом'якшення
NIRP	– політика від'ємних відсоткових ставок
ELB	– ефективна нижня межа відсоткової ставки
UMP	– нетрадиційна монетарна політика
FOMC	– федеральний комітет з відкритих ринків
LSAP	– політика великомасштабних купівель активів
CME	– комплексне монетарне пом'якшення
MEP	– програма збільшення терміну погашення цінних паперів
SSI	– програми підтримки конкретних установ
SMP	– програма ринку цінних паперів
JGBs	– японські державні облігації
T-Bills	– казначейські векселі
CP	– комерційні цінні папери
ETF	– корпоративні облігації біржових фондів
J-REIT	– цінні папери японських інвестиційних трестів
MBS	– іпотечні цінні папери
PDCF	– кредитна лінія первинного дилера
CPFF	– фонд фінансування комерційних паперів
MMLF	– фонд ліквідності взаємного фонду грошового ринку
LTRO	– операції довгострокового рефінансування
TLTRO	– цільові операції довгострокового рефінансування
MRO	– основні операції рефінансування
CBPP	– програма купівлі покритих облігацій
ABSPP	– програма придбання цінних паперів забезпечених активами
PSPP	– програма придбання активів у державному секторі
CSPP	– програма придбання активів у корпоративному секторі

FG	– попереднє керівництво
ФРС	– Федеральна резервна система
ЄЦБ	– Європейський центральний банк
ЦБ	– центральний банк
ЄС	– Європейський союз
ІСЦ	– індекс споживчих цін
ЦСЄ	– Центральна та Східна Європа
ОВДП	– облігації внутрішньої державної позики

ВСТУП

Актуальність теми. Сьогодні досягнення сталого економічного розвитку є однією з головних цілей кожної країни світу, і монетарна політика має значний вплив на стан і тенденції розвитку економіки та є одним з ключових елементів управління державою. Світова фінансова криза 2008-2009 рр. характеризувалася великими масштабами знецінення активів, специфічними формами прояву в різних групах країн, а також безпрецедентними антикризовими заходами. Разом з тим дана криза підтвердила невідповідність наявних традиційних методів монетарної політики вимогам та викликам сучасного розвитку світової економіки, що зумовило їх кардинальну трансформацію. Всі ці тенденції підсилюються глобалізаційними та інтеграційними процесами, які мають всеохоплюючий характер, що зумовлює зростання взаємозв'язків і взаємозалежності національних економічних систем. За цих умов трансформація монетарної політики центральних банків розвинених країн може значно вплинути на економіку інших країн. У зв'язку з чим дослідження нетрадиційних методів монетарної політики набуває особливої актуальності з наукової та практичної точки зору.

Дослідження ролі монетарної політики в глобалізованій економіці за умов активного розвитку кризових явищ, а також визначення основних напрямів трансформації її методів та каналів передачі як всередині національної економіки так і поза нею, є вкрай актуальним для передбачення та подолання майбутніх криз.

Отже, актуальність теми дисертаційного дослідження обумовлена необхідністю:

- подальшого розвитку теорії монетарного регулювання, дослідженням особливостей його методів на етапі сучасного розвитку економіки;
- аналізу новітньої практики монетарного регулювання із застосуванням нетрадиційних методів;

- дослідження нових можливостей розвитку монетарної політики для забезпечення фінансової стабільності й економічного розвитку країн.

Основи функціонування нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії, який є першим банком, що застосував нетрадиційні методи ще в кінці ХХ сторіччя, були предметом дослідження в роботах таких науковців як: С. Ватцка (S. Watzka), К. Камада (K. Kamada), Ф. Хаяші (F. Hayashi), С. Шираї (S. Shirai) Х. Шенкелберг (H. Schenkelberg) та інші. Нетрадиційну монетарну політику США досліджували: Б. Бернанке (B. Bernanke) О. Дзюблюк, Е. Свенсон (E. Swanson), Е. А. Фармер (E.A. Farmer), Б. М. Фрідман (Friedman B. M.) та інших. Вагомий внесок у дослідження монетарної політики ЄЦБ зробили такі науковці як: П. Аббасці (P. Abbassi), Кл. Боріо (Cl. Borio), А. Бутуріна, В. П. Вишневський, Л. Гамбетті (L. Gambetti) та багатьма іншими. Внутрішньоекономічні умови розвитку, вплив та механізми передачі нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн, що розвиваються досліджували: І. Є. Богатова, О. В. Горняк, І. Л. Кавіцька, Р. І. Копич, В. Козюк, І. А. Ломачинська, Є. І. Масленніков, О.О. Павлюк, А. П. Серра (A. P. Serra), А. Сіарлон (A. Ciarlone), М. Фалагіарда (M. Falagiarda), С. О. Якубовський та інші.

Водночас при всій широті та глибині проведених досліджень у сфері монетарного регулювання, вони не є вичерпними, бо швидкість змін світової економічної ситуації потребує постійного поглиблення наявних і розвитку нових гіпотез і досліджень. Науковий дискурс стосовно місця та ролі монетарної політики, а зокрема її нетрадиційних методів, в управлінні державою, питання їхнього впливу на фінансові системи країн різних регіонів світу, ефективності у регулюванні диспропорцій міжнародної фінансової системи та здатності центральних банків правильно реагувати на нові зміни та стимулювати економічний розвиток країн, потребує подальшого наукового дослідження. У цьому контексті вивчення досвіду застосування нетрадиційних методів монетарної політики, на прикладі центрального банку Японії, Федеральної резервної системи США та Європейського центрального банку,

аналіз їх ефективності на національному рівні та вплив на інші країни, зокрема і на українську економіку, є надзвичайно актуальним.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертаційну роботу виконано у межах плану науково-дослідної роботи кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин Одеського національного університету імені І. І. Мечникова «Аналіз розвитку національних фінансових систем в умовах глобальної нестабільності» (номер державної реєстрації 0116U006387). Особистий внесок автора полягає в оцінюванні впливу нетрадиційної монетарної політики на економіку як розвинених країн так і країн з ринком, що формується (акт № 1/05 від 21.05.2020).

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є комплексне дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики, застосованих центральними банками розвинених країн, на економічний розвиток як розвинених країн, так і країн з ринком, що формується в умовах глобальної економічної нестабільності.

Відповідно до визначеної мети поставлено і вирішено такі **завдання**:

- дослідити процес еволюції монетарних теорій, розкрити сутність нетрадиційної монетарної політики та виявити сучасні тенденції взаємозалежності фінансового та реального секторів економіки;
- узагальнити, систематизувати та удосконалити теоретико-методичні основи дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток країн;
- дослідити етапи проведення нетрадиційної монетарної політики центральним банком Японії та визначити її вплив на фінансово-економічні показники країни;
- проаналізувати досвід застосування нетрадиційних методів монетарної політики Федеральною резервною системою та оцінити їх вплив на фінансовий та реальний сектори економіки США;

- дослідити трансформації монетарної політики Європейського центрального банку та визначити її наслідки для економічного розвитку країн зони євро;
- виявити спільні та відмінні риси застосування нетрадиційних методів монетарної політики центральним банком Японії, ФРС та ЄЦБ.
- ідентифікувати канали впливу нетрадиційної монетарної політики центральних банків розвинених країн на економіку країни з ринком, що формується;
- виявити вплив нетрадиційної монетарної політики Європейського центрального банку на потоки капіталу до країн Центральної та Східної Європи;
- оцінити вплив оголошень Європейського центрального банку, Федеральної резервної системи та центрального банку Японії про застосування нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові індикатори України.

Об’єктом дослідження є нетрадиційні методи монетарної політики в умовах обмежених можливостей використання традиційних.

Предметом дослідження є теоретичні і прикладні аспекти нетрадиційної монетарної політики центральних банків розвинених країн та її впливу на економічний розвиток країн.

Методи дослідження. Для вирішення визначених у дисертаційній роботі завдань було застосовано такі загальнонаукові та спеціальні методи і підходи: морфологічного аналізу – при уточненні понятійно-категоріального апарату дослідження, системно-структурний підхід – при дослідженні теоретико-методичних аспектів аналізу нетрадиційних методів монетарної політики; компаративний аналіз для здійснення порівняння етапів, процесів, явищ, виявлення загального і особливого, для дослідження причин змін та виявлення тенденцій розвитку монетарного регулювання; методи статистичного аналізу – для оцінки динаміки індикаторів економічного зростання та стабільності фінансової системи; функціональний синтез та економіко-математичні методи – при удосконаленні теоретико-методичних засад, моделюванні та оцінці впливу

нетрадиційних методів монетарної політики розвинених країн як на національну економіку так і на економіку країн з ринком, що формується.

Теоретичною та методологічною основою дисертаційного дослідження є наукові праці провідних зарубіжних та вітчизняних вчених, які розкривають сутність і механізми впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн. Статистичну і фактологічну основу становили статистичні матеріали, офіційні звіти та аналітичні публікації провідних міжнародних організацій (Міжнародний валютний фонд, Світовий Банк, Організація економічного співробітництва та розвитку) а також центральних банків країн, бази даних Вільного Університету Берліну, періодичні видання, матеріали міжнародних конференцій та аналітичні розробки автора.

Наукова новизна результатів дисертаційного дослідження, отриманих особисто здобувачем, полягає у наступному.

Удосконалено:

- теоретико-методичні підходи емпіричного дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток розвинених країн, на основі оцінки характерних особливостей різних періодів проведення нетрадиційної монетарної політики з урахуванням системи причинно-наслідкових зв'язків та залежностей між фінансовими показниками національних економік (дохідність довгострокових державних облігацій, рівень інфляції, обмінні курси, фондові індекси, спреди кредитних дефолтних свопів) і показниками, які демонструють зміни в монетарній політиці (обсяг балансу, монетарної бази та відсоткова ставка центрального банку), що дає змогу оцінити ефективність використання нетрадиційних методів монетарної політики;

- концептуальні засади комплексного порівняльного аналізу особливостей нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії, Федеральної резервної системи США, та Європейського центрального банку, який включає історичний і предметний аспекти, а також аналіз її ефективності. Історичний аспект полягає у всебічному вивченні етапів розвитку і

застосування нетрадиційних методів монетарної політики. Предметний аналіз розкриває сутність основних елементів монетарної політики, їх особливості та взаємозв'язок. Аналіз ефективності дозволяє оцінити успішність досягнення поставлених цілей нетрадиційної монетарної політики та її впливу на економічний розвиток країн. В комплексі це дозволяє виявити основні схожі та відмінні риси щодо використання нетрадиційних методів для кращого реагування на кризові явища в подібних умовах у майбутньому;

- моделювання в системі дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн з ринком, що формується, на основі: 1) дослідження трансмісійних каналів нетрадиційної монетарної політики, основними з яких є канали: перебалансування портфеля, відсоткових ставок, міжнародної ліквідності, сигналізації та довіри; 2) визначення наявності зв'язку між показниками нетрадиційної монетарної політики і змінами трансграничних потоків капіталу в країнах Центральної та Східної Європи за допомогою економетричних моделей; 3) дослідження впливу оголошень центрального банку Японії, ФРС та ЄЦБ щодо застосування нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові показники України з використанням методу дослідження подій та регресійного аналізу, з метою дослідження можливостей застосування нетрадиційних методів монетарною владою країн з ринком, що формується, в умовах глобальної нестабільності.

Набули подальшого розвитку:

- понятійно-категоріальний апарат дослідження системи нетрадиційних методів монетарної політики доповнено дефініцією «нетрадиційна монетарна політика», під якою розуміється сукупність заходів, спрямованих на відновлення функціонування трансмісійного механізму політики й усунення дисбалансів на фінансовому ринку з відповідним забезпеченням додаткового монетарного стимулювання в умовах «пастки ліквідності» за допомогою змін в структурі й обсязі балансу центрального банку і ринкових відсоткових ставок;

- підходи до обґрунтування теоретичних положень аналізу впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн, що проявляється у поглибленні їх класифікації, визначенні сутності, умов та цілей їх застосування. Основними нетрадиційними методами є: поперечне керівництво, від'ємні відсоткові ставки, кредитне, кількісне і якісне пом'якшення. Це надає можливість поглибити розкриття сутності нетрадиційної монетарної політики;

- систематизація наукових підходів щодо дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток країн, яка, на противагу існуючим, враховує наступні її властивості: взаємозв'язок всіх інструментів монетарної політики, національні особливості країн, цілі та етапи розвитку нетрадиційних інструментів, що дозволяє комплексно оцінити вплив нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн;

- формування стратегічних напрямів проведення нетрадиційної монетарної політики в сучасних умовах несприятливого епідеміологічного стану у світі у 2020 році на основі аналізу нового етапу застосування нетрадиційних методів монетарної політики та наслідків занадто м'якої монетарної політики, що є необхідним для виявлення можливостей впровадження даних методів у повсякденну практику центральних банків.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що результати дисертаційного дослідження мають, як теоретико-методичне, так і практичне значення та можуть бути застосовані при розробці навчальних програм і спеціалізованих курсів освітніми установами, використані науковими установами та державними структурами для обґрунтування механізмів проведення монетарної політики в Україні, а також мають практичне значення у процесі удосконалення фінансової діяльності підприємств.

Результати дисертаційного дослідження використані «АНК. Бізнес Адвокати» при формуванні пропозицій для законодавчої ініціативи з питань регулювання трансграничних потоків капіталу та адаптації валютного законодавства до імплементації Єдиного стандарту звітності в рамках національного правового поля (довідка №1182/06 від 18.06.2020).

Результати аналізу трансграничних потоків капіталу, дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики на обмінні курси та інші фінансові показники країн були використані для вдосконалення системи ціноутворення та підвищення ефективності операцій у зовнішньоекономічній діяльності такими підприємствами, як ТОВ «ПРОФАГРОТРАНС» (довідка № 1 від 10.06.2020), ТОВ «АТУ Агробуд Плюс» (довідка №02/1806 від 18.06.2020).

Результати аналізу динаміки відсоткових ставок та дохідності боргових інструментів в економіках різних груп країн, оцінка ризику від зниження ліквідності цінних паперів, вплив нетрадиційних методів монетарної політики на українську економіку були використані такими фінансовими організаціями, як АТ «Альфа Банк» (довідка № 26511 від 14.05.2020), АБ «Кліринговий дім» (довідка № 3/05 від 15.05.2020), АТ «ПриватБанк» (довідка № 23 від 19.05.2020).

Результати дисертаційної роботи використовуються в навчальному процесі при викладанні дисциплін «Міжнародні фінанси», «Управління міжнародними портфельними інвестиціями» і «Теорія і практика валютного курсу» (акт № 1/05 від 21.05.2020) для студентів Одеського національного університету імені І. І. Мечникова.

Особистий внесок здобувача полягає у розкритті економічної сутності нетрадиційної монетарної політики та удосконалення теоретико-методичних засад дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн. Дисертаційне дослідження є особистим науковим здобутком, наукові положення, висновки та рекомендації, які виносяться на захист, одержані автором особисто.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дослідження, викладені у дисертації було обговорено та схвалено на засіданнях кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин ОНУ імені І.І Мечникова (2017-2020 рр.), а також апробовано на 9 міжнародних науково-практичних та науково-теоретичних конференціях: «Проблеми підвищення ефективності економіки та управління в сучасних умовах» (м. Одеса, Україна 2016 р.), «Сучасні наукові погляди на модернізацію і суспільний розвиток

економічної системи» (м. Київ, Україна 2017 р.), «Економічний потенціал сталого розвитку країни; сучасний стан, тенденції та проблеми відтворення» (м. Львів, Україна 2017 р.), «Добробут нації в умовах глобальної нестабільності» (м. Одеса, Україна 2018 р.), «Приморські регіони: проблеми та траєкторії соціально-економічного розвитку» (м. Одеса, Україна 2018 р.), «Imperatives of development of civil society in promoting national competitiveness» (м. Батумі, Грузія 2018 р.) «International scientific conference digital and innovative economy processes, strategies, technologies» (м. Кельце, Польща 2019р.); «Добробут націй в умовах європейської інтеграції» (м. Одеса, Україна 2020 р.); «Забезпечення економічної безпеки за умов фінансової нестабільності» (м. Київ, Україна 2020 р.)

Публікації. Основні положення і наукові результати дослідження опубліковано у 8 наукових працях, серед яких 3 у періодичних наукових виданнях інших держав, які входять до Європейського Союзу та одна з них у виданні, що зареєстроване в міжнародній наукометричній базі даних Scopus, 4 статті у наукових виданнях, включених до переліку наукових фахових видань України та 1 - у періодичних наукових виданнях інших держав.

Структура та обсяг дисертації. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг дисертації – 261 сторінки. Дисертаційна робота містить 26 аналітичних таблиць, 46 рисунків і 50 формул. Обсяг основного тексту дисертаційної роботи становить 181 сторінку. Перелік використаних джерел налічує 216 найменувань. Додатки містять 24 таблиці на 38 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ НЕТРАДИЦІЙНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Сутність монетарної політики та її місце в системі факторів економічного розвитку країн

Досягнення сталого економічного розвитку є однією з основних цілей кожної країни світу. А ефективне регулювання економічних процесів державою є однією з найбільш вагомих дискусій у сучасній науковій літературі. І сьогодні монетарні фактори мають значний вплив на економічний розвиток країн. Виходячи з цього, найперше, необхідно дослідити поняття та концепції економічного розвитку та виявити ключові його фактори.

В економічній літературі одна група науковців ототожнює поняття економічного розвитку та економічного зростання, інша представляє економічний розвиток як основний напрямок руху всієї економіки, а економічне зростання є складовою частиною економічного розвитку. Наприклад, В. Романишин та Ю. Уманців ототожнюють економічне зростання з розвитком економіки загалом, під яким мається на увазі зростання продуктивних сил, збільшення обсягів ВВП та підвищення добробуту населення [35, с. 85]. С. Фішер і Р. Дорнбуш стверджують, що «економічне зростання – це зростання реального ВВП» [12, с. 33]. П. Самуельсон, В. Нордхауз, Р. Бейд і М. Паркін визначають економічне зростання як розширення виробничих можливостей країни [25, с. 69].

Вагомий внесок у теорію розвитку зробив С. Кузнець розвиваючи теорію «сучасного економічного зростання». Перш за все, це пов'язано з його аналізом відносин між структурними змінами й зростанням, а також його оцінкою ролі, інститутів в теорії економічного зростання. Науковець приходить до таких висновків, що для зростання доходів на душу населення та продуктивності необхідні структурні зміни в економіці; економічний розвиток та зміни в її

структурі супроводжуються «виключно важливими змінами соціальних і ідеологічних структур»; зростання в сучасних умовах вимагає певних дій з боку держави, яка «має відігравати роль підприємця для створення і підтримки соціально необхідної інфраструктури», а також зростання економіки в одних країнах впливає на інші країни [16, с. 8].

К. Макконнелл та С. Брю аналізують економічне зростання як сукупність заходів державного регулювання, зокрема, стверджується, що економічне зростання обумовлено факторами сукупного попиту, рівнем сукупних витрат які повинні забезпечувати необхідний приріст ВВП. І робиться висновок про необхідність низьких відсоткових ставок для стимулювання капіталовкладень та економічного розвитку [12, с. 38].

На думку А. С. Філіпенко економічний розвиток – це багатовимірний процес модернізації та переорієнтування всієї економічної та соціальної систем, що передбачає збільшення доходів і виробництва та здійснення радикальних змін в інституційній, адміністративній і соціальній структурах [13, с. 33].

Узагальнюючи підходи можна визначити, що економічний розвиток – це кількісні та якісні зміни в соціально-економічній системі країни, що забезпечують підвищення економічного добробуту та рівня життя населення.

Необхідно зазначити, що більшість науковців акцентують увагу на виробничих факторах та капіталі як основних факторах економічного розвитку, не приділяючи належної уваги дослідженню інших факторів, зокрема і монетарних. Поштовхом до дослідження монетарної політики як важливої складової ефективного регулювання економічного розвитку були роботи М. Фрідмана, А. Шварца в яких вони обґрунтували теорію монетарного циклу, та аналізуючи реальні дані дійшли висновку, що зміни монетарних факторів впливають не тільки на рівень інфляції, а і є причинами коливань економічного зростання [108, с. 132].

Ф. фон Хайек у своїх дослідженнях також приділяє вагому увагу монетарним факторам економічного розвитку. Економічні кризи, на думку

вченого, з'являються внаслідок незбалансованості між кредитами та заощадженнями [12, с. 40].

Отже, економічний розвиток країн обумовлений низкою факторів, і в науковій літературі виділяють прямі та непрямі фактори. До прямих факторів відноситься фізичні можливості, а до непрямих ті, які впливають на прямі збільшуючи чи зменшуючи їх. У таблиці 1.1 представлені основні фактори економічного розвитку країни.

Таблиця 1.1

Фактори економічного розвитку країни

Прямі	Непрямі
Природні ресурси	Ціни на ресурси
Трудові ресурси	Рівень заробітної плати
Капітал	Гранична схильність до споживання
Технології	Галузева структура економіки
Підприємницькі здібності	Фіскальна політика
Інформація	Монетарна політика

Джерело: складено автором

Монетарна політика займає своє місце серед факторів економічного розвитку країни, може мати як стимулюючий так і стримуючий характер, при цьому сила та стійкість впливу є гострим дискусійним питанням. Але можна точно сказати, що монетарна політика через канали трансмісійного механізму має вагомий вплив на економічний розвиток країн.

В економічній літературі досі існують дискусії щодо поняття сутності монетарної політики. Наприклад, М. Фрідменом і його послідовниками монетарна політика розглядається як сукупність цілеспрямованих та узгоджених дій монетарних органів влади з регулювання обсягів грошової маси в економіці [2, с. 7].

Е. Дж. Долан відносить до монетарної політики всі дії уряду, що впливають на кількість грошей, що перебувають в обігу [2, с. 7].

О. В. Солтер визначає монетарну політику як сукупність заходів для коригування грошової маси центральним банком, щоб уникнути нерівноваги на фінансовому ринку [188, с. 5].

В. Болдаков, В. Козюк розглядають монетарну політику як сукупність засобів, за допомогою яких центральний банк регулює обсяг грошової маси в країні і тим самим впливає на економічне зростання [9, с. 47; 20, с. 36].

К. Матхай, стверджує, що, не дивлячись на безліч визначень, які наводяться щодо сутності монетарної політики, їх сутність зводиться до корегування обсягів вливання грошових коштів в економіку для досягнення цілей інфляції та стабілізації виробництва [2, с. 7].

Можна узагальнити, що монетарна політика – це єдина система економічних заходів, спрямованих на регулювання пропозиції грошей і грошово-кредитних відносин між суб'єктами фінансово-економічної системи, що виникають у результаті їх діяльності, за допомогою чого заходи монетарної політики впливають на економічний розвиток країн.

У 2015 році відбувся Саміт ООН зі сталого розвитку в результаті якого було затверджено 17 Цілей сталого розвитку. Узагальнюючи, ці цілі можна розділити на декілька груп:

1. Подолання бідності, досягнення продовольчої безпеки та забезпечення здорового способу життя.
2. Забезпечення гендерної рівності та якісної освіти.
3. Вирішення екологічних проблем.
4. Сприяння сталому та всеохоплюючому економічному зростанню, індустріалізації, інноваціям та продуктивній зайнятості.
5. Скорочення нерівності всередині країн і між ними та забезпечення відкритості і безпеки життєдіяльності.
6. Забезпечення переходу до раціональних моделей споживання та активізації роботи в рамках глобального партнерства в інтересах сталого розвитку.

Монетарна політика є одним з основних елементів досягнення цілей 4 групи. За допомогою монетарного регулювання можливо забезпечити покращення умов ведення бізнесу, розвитку промисловості та інновацій, зокрема покращуючи умови фінансування, що сприяє новим

капіталовкладенням та призводить до збільшення обсягу інвестицій, підвищення економічної активності, створенню нових робочих місць та зниження рівня безробіття, і, в кінцевому підсумку, до стимулювання економічного розвитку.

У докризовий період центральні банки проводили традиційну монетарну політику, основним методами якої є комунікаційні методи, зміна норми обов'язкових резервів, операції на відкритому ринку та контроль над короткостроковими відсотковими ставками (див. табл. 1.3). Зміни відсоткової ставки, обсягу грошей в обігу та очікувань громадськості відносно майбутнього шляху монетарної політики впливають на фінансові умови, зокрема доступність і вартість фінансування, ці умови пов'язані з ринками короткострокового фінансування, із зобов'язаннями з більш тривалими термінами погашення, а також з ринками банківського фінансування та кредитування, валютними курсами та ринком акцій. Через дані трансмісійні канали традиційна монетарна політика впливає на макроекономічні показники, такі як споживання, обсяг виробництва та рівень інфляції. (див. рис.1.1).

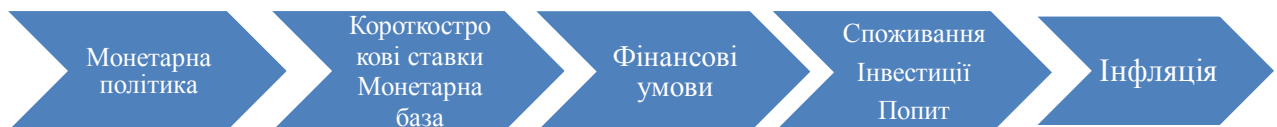


Рис. 1.1. Канали передачі традиційної монетарної політики

Джерело: складено автором на основі [174]

Для того, щоб канали передачі монетарної політики ефективно функціонували, необхідне виконання деяких умов. Насамперед, щоб зміни у відсотковій ставці рухалися в бажаному напрямку, ринки фінансування повинні працювати ефективно з достатнім арбітражем між відсотковими ставками овернайт та іншими ставками грошового ринку, що забезпечують фінансування для різних типів агентів, а також інфляційні очікування населення повинні бути добре закріплені [174, с.9].

Застосовуючи традиційні інструменти центральний банк ефективно підтримував свою основну мету стабільності цін в середньостроковій перспективі. Ці заходи були надійним засобом забезпечення достатнього монетарного стимулювання економіки в періоди спаду, стримування інфляційного тиску під час підйомів і забезпечення надійного функціонування фінансових ринків. Але фінансова криза 2008–2009 років викликала необхідність трансформації операційної системи, а зокрема і монетарної політики, в основному з таких причин:

- політичні ставки наблизились до своїх нижніх меж, і реальні відсоткові ставки також впали приблизно до нуля і не змогли відновитися після кризи;
- дефляційні процеси в більшості розвинених країн;
- послаблення механізму передачі монетарної політики;
- банки провідних країн світу при застосуванні своїх традиційних методів опинилися в "пастці ліквідності", ситуація коли відсоткова ставка досягла своєї нижньої ефективної межі й подальше збільшення грошової пропозиції не може її зменшити та стимулювати інвестиції.

Внаслідок зазначених умов центральні банки розвинених країн почали застосовувати зовсім інші методи регулювання, які в економічній літературі отримали назву «нетрадиційна монетарна політика».

З початку 2000-х років науковці ведуть дискусії щодо змін в монетарній політиці. Але сьогодні все ще не сформовано єдиного підходу до визначення поняття нетрадиційної монетарної політики. Зокрема, А. Орфанідес, В. Віланд сприймають політику нульових відсоткових ставок, як продовження діяльності традиційної монетарної політики іншими засобами. Автори вважають, що як тільки номінальні відсоткові ставки не можуть бути зниженні в подальшому, центральні банки будуть використовувати інші інструменти монетарної політики для того, щоб впливати на економічний, фінансовий та монетарний розвиток з метою забезпечення стабільності цін [168].

К. Боріо, П. Дісьюатат називають нетрадиційну монетарну політику балансовою політикою і порівнюють її з валютними інтервенціями. В умовах нинішньої кризи балансова політика використовувалася для визначення: ставок на строкових фінансових ринках, прибутковості довгострокових державних облігацій і різних спредів ризику. Обґрунтування, основна механіка, канали впливу і наслідки для балансу центрального банку є аналогічними з валютними інтервенціями. Але різницею між цими операціями є вибір цільового ринку, який є нетиповим для нетрадиційної монетарної політики [68, с.5]. Автори розглядають нетрадиційну монетарну політику як набір інструментів, які впливають на ринкову кон'юнктуру не за рахунок регулювання короткострокових ставок, а іншими засобами, які впливають на баланс центрального банку.

Л. Б. Смагі визначає нетрадиційну монетарну політику як політику, яка безпосередньо орієнтована на вартість і доступність зовнішнього фінансування для банків, домашніх господарств та нефінансових компаній. Ці джерела фінансування можуть бути в формі ліквідності центрального банку, позик, цінних паперів. Оскільки вартість зовнішнього фінансування, як правило, диктується короткостроковою міжбанківською ставкою, яка регулюється монетарною політикою, нетрадиційні заходи можуть розглядатися як спроба зменшити різницю між різними формами зовнішнього фінансування, що впливає на ціни активів і потік коштів в економіці. Більш того, оскільки ці заходи спрямовані на зміну умов фінансування, при їх застосуванні необхідно враховувати фінансову структуру економіки, зокрема структуру потоків капіталу [196, с.3].

С. Коллінгтон та інші визначають нетрадиційну монетарну політику, як політику, що передбачає використання заходів, здатних швидко забезпечити міжбанківський ринок ліквідністю від центрального банку з метою відновлення нормального функціонування міжбанківського кредитування [85].

А. Араджо зі співавторами порівнюють традиційну монетарну політику, яку називають відсотковою політикою, і нетрадиційну монетарну політику, яку ототожнюють з придбанням активів центральним банком [54, с.5]

Ж. К. Тріше визначає нетрадиційну монетарну політику, як сукупність заходів, які використовуються при виникненні дисбалансу у роботі трансмісійного механізму монетарної політики незалежно від рівня основної відсоткової ставки. Також автор стверджує, що можна застосовувати стандартні та нестандартні заходи монетарної політики незалежно один від одного. В такому випадку органи монетарної політики не будуть зобов'язані скасовувати нестандартні заходи, перш ніж розглядати питання про підвищення відсоткової ставки, або встановлювати відсотків ставки на рівні нульової нижньої межі, перш ніж розглядати запровадження нетрадиційних заходів. З цієї точки зору було б доцільно приймати ці рішення незалежно. Один набір заходів – так звані стандартні – залежать від середньострокових і довгострокових перспектив стабільності цін; інший – нестандартні – залежать від ступеня дисфункції передачі імпульсів монетарної політики через фінансову систему і фінансові ринки [205, с.232].

Д. В. Миренський говорить про нетрадиційну монетарну політику, як про сукупність конкретних заходів на фінансовому ринку, спрямованих на зміну грошової маси в обігу, обсягу кредитів, рівня відсоткових ставок та інших показників грошового обігу та ринку позикових капіталів [22].

Б. М. Фрідман представляє нетрадиційну монетарну політику як процес зменшення місцевої пропозиції ризикованих активів та перенесення ризику на баланс центрального банку [109].

Для більш глибокого розуміння поняття нетрадиційної монетарної політики важливо також розглянути основні її методи. У літературі представлено декілька класифікацій нетрадиційних заходів монетарної політики.

М. Стоун зі співавторами розглядають нетрадиційну монетарну політику як балансову політику, яка використовується для підтримки фінансової та

монетарної стабільності, а також повинна застосовуватися для протидії системному фінансовому стресу. Автори зазначають, що надання ліквідності ринкам фінансування і кредитування, а також забезпечення ліквідності в іноземній валюті на місцевих ринках знизили вплив фінансового стресу на реальну економіку. Деякі з елементів розширення надання ліквідності, введеного в дію під час кризи, можуть бути збережені на постійній основі, але вони мають бути доповнені повністю ефективним регулюванням та наглядом (див. табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Нетрадиційна балансова політика центрального банку

Ціль	Політика	Включення в інструментарій монетарної політики
Фінансова стабільність	Забезпечення ліквідності на ринках фінансування і кредитування	Підходить, коли шок ліквідності переходить у реальний сектор економіки, але повинен застосовуватися з гарантіями та координацією.
	Забезпечення валютної ліквідності на місцевих ринках	Підходить, коли шок ліквідності в іноземній валюті переходить у реальну економіку, але з гарантіями та координацією.
Монетарна стабільність	Купівля облігацій	Ефективний метод для високонадійних центральних банків, коли рівень відсоткової ставки знаходиться на нижній межі.
	Масштабні валютні інтервенції	Ефективні заходи для високонадійних центральних банків у стримуванні підвищення курсу в короткостроковій перспективі, але також вони створюють важливі політичні, балансові та багатосторонні ризики.
	Надання кредиту приватному сектору	Може застосовуватися центральним банком у найбільш виняткових обставинах.

Джерело: [198, с.6]

Купівля довгострокових державних облігацій центральними банками можлива, коли відсоткова ставка обмежена нижньою межею. Великомасштабні валютні інтервенції можуть стримувати зміцнення валюти, принаймні, в

короткостроковій перспективі, але вони також можуть призводити до значних витрат і ризиків. Випадок надання кредитів центральним банком приватному сектору використовувався тільки на обмеженій основі, і є складним інструментом для будь-якого центрального банку [198, с.7].

А. Араджо зі співавторами, до нетрадиційних інструментів монетарної політики віднесли балансову політику, що містить різні види політики кількісного пом'якшення та кредитування [54].

М. Ленза, Х. Піль, Л. Рейхлін нетрадиційні методи монетарної політики ділять на:

- 1) методи кількісного пом'якшення (Quantitative easing, QE), під якими зазвичай розуміють придбання довгострокових цінних паперів;
- 2) методи кредитного пом'якшення (Credit easing, CE), або заходи підтримки кредитних ринків [147].

Найрозповсюдженішою класифікацією нетрадиційних заходів монетарної політики є класифікація Б. Бернанке зі співавторами, які вивчали їх з точки зору ринків, на яких вони реалізуються, зокрема визначаються методи, які впливають на структуру балансів приватного сектору і на чітко визначений цільовий сегмент ринку. При цьому виділяються чотири широкі категорії балансової політики: валютна політика; політика управління квазі-боргами, кредитна політика та політика банківських резервів. Згідно з цим підходом нетрадиційні методи монетарної політики групуються в три класи:

- 1) використання комунікаційних політик для формування очікувань громадськості щодо майбутнього курсу відсоткових ставок;
- 2) збільшення розміру балансу центрального банку або «кількісне пом'якшення»;
- 3) зміна складу балансу центрального банку, наприклад, за допомогою цілеспрямованих викупів довгострокових облігацій в якості засобу зниження довгострокової відсоткової ставки [63; 64].

Класифікації ґрунтується на досліджені практики проведення нетрадиційних заходів банком Японії зі стимулювання економіки в умовах,

коли основна відсоткова ставка близька до нуля. Дана класифікація дала основу аналізу щодо заходів, що проводяться монетарними регуляторами розвинених країн у період після світової фінансово-економічної кризи 2008 – 2009 рр.

Міжнародний валютний фонд має свою класифікацію, згідно з якою було введено поняття монетарна політика «плюс» (MP-plus). Заходи даної політики розділяють на чотири групи:

1) тривалі періоди дуже низьких відсоткових ставок, іноді поєднуються з форвардними вказівками щодо періоду часу, протягом якого очікується, що ставки залишатимуться низькими;

2) кількісне пом'якшення (QE), яке передбачає прямі закупівлі на ринках державних облігацій, щоб знизити рівень дохідності або термінових спредів, коли основна відсоткова ставка дорівнює або наближається до нижньої межі;

3) непряме кредитне пом'якшення (ICE), при якому центральні банки забезпечують довгострокову ліквідність для банків (іноді з послабленням умов доступу) з метою сприяння банківського кредитування;

4) пряме кредитне пом'якшення (DCE), коли центральні банки безпосередньо втручаються в кредитні ринки – наприклад, за рахунок придбання корпоративних облігацій або іпотечних цінних паперів – для зниження відсоткових ставок та полегшення умов фінансування (і, можливо, пом'якшення дисфункцій) на цих ринках [117, с.95].

Всі вищезазначені заходи стали відносити до нетрадиційних в силу того, що вони являють собою прямий відхід від політики, яку реалізовували центральні банки до світової фінансової кризи 2008 року. Загалом науковці визначають такі основні нетрадиційні методи монетарної політики як попереднє керівництво (Forward guidance), кількісне пом'якшення (Quantitative easing), кредитне пом'якшення (Credit easing), від'ємні відсоткові ставки (Negative interest rate).

У таблиці 1.3 наведені основні традиційні та нетрадиційні методи монетарної політики та зазначені цілі їх застосування.

Таблиця 1.3

Основні методи монетарної політики

Традиційні		Нетрадиційні	
Назва	Мета застосування	Назва	Мета Застосування
1	2	3	4
Комунікаційна політика – оприлюднення поточної позиції ЦБ щодо монетарних інструментів	вплив на очікування учасників ринку	Попереднє керівництво – оприлюднення не тільки щодо поточної позиції ЦБ, а й напрямом її зміни в майбутньому	вплив на середньо – і довгострокові відсоткові ставки шляхом управління очікуваннями учасників ринку
Норми обов'язкових резервів	використовується з метою стабілізації грошового обігу та боротьби з інфляцією	Кредитне пом'якшення – розширення кредитних операцій для фінансових посередників	вплив на кон'юнктуру грошового ринку шляхом забезпечення достатнього рівня ліквідності більш широкому колу фінансових установ на значно полегшених умовах на більш тривалий час
Операції на відкритому ринку – купівля або продаж цінних паперів центральним банком на відкритому ринку	вплив на зміну грошової маси та пропозиції грошей	Кількісне пом'якшення – великомасштабні раунди з придбання цінних паперів і розширення грошової бази	вплив на середньо і довгострокові відсоткові ставки шляхом розширення грошової бази і зміни пропозиції цінних паперів на ринку
		Якісне пом'якшення – купівля довгострокових цінних паперів за рахунок продажу короткострокових активів з портфеля ЦБ	
Відсоткова політика – встановлення ключової ставки та інших відсоткових ставок	вплив на пропозицію грошей через вплив на обсяг кредитів та грошової маси.	Від'ємні відсоткові ставки – номінальні цільові ставки встановлюються з від'ємним значенням	вплив на середньо і довгострокові відсоткові ставки. А також частково призначені для того, щоб викликати відтік гарячих грошей, тим самим знецінюючи обмінний курс.

Джерело: складено автором

Центральний банк може доводити до відома громадськості свої наміри утримувати низькі відсоткові ставки протягом тривалих періодів часу, або, що він братиме участь в нових раундах кількісного пом'якшення в спробі підвищити довіру інвесторів. Це так звані сигнальні методи, які отримали назву – попереднє керівництво [74]. Попереднє керівництво складається з заяв і зобов'язань центральних банків з підтримки короткострокової відсоткової ставки на певному рівні протягом певного періоду часу. Тим самим центральний банк знижує реальну відсоткову ставку в середньостроковій і довгостроковій перспективі й допомагає підвищити сукупний попит Р. Гюркаунак зі співавторами [121] довели, що формулювання звітності більше впливає на фінансові ринки, ніж сама відсоткова ставка центрального банку.

Коли зобов'язання центрального банку чітко сформульовані, вони зазвичай формуються умовно, і залишаються в силі до тих пір, поки не будуть повністю виконані деякі умови, зазвичай вони стосуються інфляції або економічного зростання. Ця обумовленість дозволяє центральним банкам своєчасно й адекватно реагувати на будь-які несподівані зміни, водночас зміцнюючи достовірність звітності [151].

Для того, щоб заяви центрального банку щодо нетрадиційних заходів монетарної політики були ефективними, ринок дійсно повинен вірити в те, що центральний банк фактично буде проводити політику, яку він оголошує. Але проблема полягає в тому, що у ринку можуть бути різні очікування щодо майбутньої відсоткової ставки. Отже, чітке спілкування необхідне тому, що пряме керівництво може не спрацювати, якщо ринкові очікування не взаємодіятимуть з передбачуваним політичним курсом центрального банку [159; 177]. Це є вкрай важливим тому, що короткострокові відсоткові ставки впливають на довгострокові. Якщо учасники ринку мають впевненість у стабільності короткострокових відсоткових ставок, то використовується терміновий арбітраж. Тобто, є можливість надавати довгострокові позики, використовуючи для цього короткострокові запозичення за стабільно низької короткострокової ставки. Результатом успішної політики з управління

очікуваннями учасників ринку є зниження реальної довгострокової ставки та відповідне зростання обсягів операцій у даному сегменті ринку.

Під політикою кількісного пом'якшення зазвичай розуміють політику цінних паперів і розширення грошової бази. Зокрема, QE розширює розмір балансу центрального банку і, як наслідок, грошову базу, в той час як у відношенні пасивів це розширення виражається в накопиченні резервів центрального банку [64; 209].

Кількісне пом'якшення може приймати форму купівлі довгострокових облігацій при продажі довгострокової заборгованості, щоб впливати на криву прибутковості, намагаючись підтримати ринки реального сектору економіки, як наприклад, ринок житла, який фінансується за рахунок довгострокової іпотечної заборгованості. Якщо кількісне пом'якшення з купівлі боргових інструментів зазнає невдачі, центральний банк може прийняти більш нетрадиційний спосіб спробувати підтримати ринки, активно купуючи акції на відкритому ринку [14]. Протягом багатьох років після фінансової кризи центральні банки у всьому світі фактично до деякої міри займалися фондовими ринками.

За допомогою операцій з державними цінними паперами та балансу центральних банків здійснювалося вливання ліквідності у фінансову систему. Крім того, з їх допомогою здійснювався і вивід токсичних активів з фінансового ринку. Набір економічних гіпотез, що лежать в основі операцій кількісного пом'якшення, стверджує, що очищення балансів учасників фінансового сектора і введення нової ліквідності у фінансову систему надзвичайно важливе для стимулювання банків до придбання знову випущених цінних паперів. І це зростання попиту на цінні папери нефінансового сектору збільшує внутрішній тиск на ціни активів нефінансових корпорацій і знижує довгострокову прибутковість. Таке падіння довгострокової прибутковості має, у свою чергу, збільшити попит на кредитні та приватні нефінансові інвестиції, стимулюючи економічне зростання і викликаючи деякий внутрішній тиск на ціни [51].

Було б помилкою вважати, що кількісне пом'якшення не відрізняється від звичайних операцій на відкритому ринку. Політику кількісного пом'якшення можна назвати політикою прямого стимулювання економіки. Від операцій на відкритому ринку політика прямого стимулювання відрізняється таким: операції на відкритому ринку проводяться регулярно, а пряме стимулювання – при ослабленні дії традиційних інструментів монетарної політики; операції на відкритому ринку передбачають купівлю і продаж короткострокових державних цінних паперів, пряме стимулювання – придбання довгострокових приватних і державних цінних паперів; головна мета операцій на відкритому ринку – вплив на ставку овернайт, прямого стимулювання – на всю криву прибутковості, особливо її довгострокову частину; операції на відкритому ринку тимчасово впливають на баланс центрального банку, а пряме стимулювання має довгостроковий вплив [70; 204].

Політика кількісного пом'якшення призводить не тільки до збільшення грошової маси, а й до розширення кредитних можливостей певних секторів фінансового ринку, що і впливає на параметри фінансового ринку. Коли метою монетарних органів є забезпечення надання нових позик приватному сектору, центральні банки повинні в основному купувати облігації у комерційних банків, і додаткова ліквідність буде використовуватися банками для надання нового кредиту, а завдяки цьому відбувається поліпшення умов кредитування, що через трансмісійні канали впливає на поведінку економічних агентів і на реальний сектор економіки. Саме в такому разі банки відіграють вирішальну роль в успішності будь-якої політики кількісного пом'якшення. Проте, банки можуть зберігати ліквідність, отриману в обмін на облігації, у своїх резервах в центральному банку як буфер. У цьому випадку ліквідність, що надається центральним банком, залишається у фінансовому секторі та не передається учасникам реального сектору економіки. Цей ризик може бути мінімізований, якщо центральний банк проводить операції такого типу тільки на нижній межі, тобто, коли він повністю використав всі можливості традиційного методу з контролю відсоткових ставок. На нижній межі винагорода за вкладами майже

дорівнює нулю і, отже, у банків практично немає стимулів для накопичення надлишкових резервів у центральному банку. При впровадженні політики кількісного пом'якшення за ставкою, відмінною від нижньої межі, може бути необхідним більше розширення балансу центрального банку і, таким чином, збільшиться схильність до ризику з боку монетарного органу [196].

Виходячи з зазначених умов, надійність фінансової системи має вирішальне значення для успіху кількісного пом'якшення. Кількісне пом'якшення буде успішним, якщо воно звужить ринкові спреди між ставками, які сплачуються за окремими кредитними інструментами, і номінальними ставками, тим самим обмежуючи ризики дефіциту ліквідності і спонукаючи банки надавати кредити з більш низчими відсотками.

Нетрадиційна політика також охоплює і програми кредитного пом'якшення, що складаються з розширення кредитних операцій для фінансових посередників. Кредитування є невід'ємною частиною інструментарію центрального банку, різниця між традиційним і нетрадиційним використанням даного методу після світової фінансової кризи була пов'язана з характеристиками цих операцій. Центральні банки створили нові або розширили існуючі кредитні механізми, щоб одночасно забезпечити достатню ліквідність більш широкому колу фінансових установ на значно полегшених умовах на більш тривалий час і за нижчою ціною [198]. До заходів політики кількісного пом'якшення загалом відносяться програми екстреного кредитування і більш широкий субсидований доступ до кредитів. Вважається, що ці інструменти політики забезпечують додаткове пом'якшення навіть без будь-яких змін номінальної ставки. Основні напрямки кредитного пом'якшення складаються з надання ліквідності ключовим кредитним ринкам і кредитування фінансових інститутів.

Хоча кредитні операції не обов'язково були новими, але їх якісні характеристики, масштаби, терміни і розмір були безпрецедентними.

Кількісне та кредитне пом'якшення є абсолютно протилежними політиками. Головною метою першого типу нетрадиційної монетарної політики

є вплив на рівень довгострокової відсоткової ставки за фінансовими активами, незалежно від їх ризику. Такий тип політики діє в основному шляхом впливу на ринок безризикових активів, як правило, державних облігацій. Ця політика фокусується на структурі активів, якими володіє центральний банк, і на тому, як це поєднання впливає на умови кредитування домашніх господарств і фірм. Друга політика полягає в тому, щоб вплинути на розподіл ризиків між активами, між тими, чиї ринки особливо знецінені, і тими, які краще функціонують. Операції, в межах кредитного пом'якшення, залишають загальний розмір балансу центрального банку без змін, на відміну від заходів кількісного пом'якшення. Ще одна відмінність полягає в тому, що кредитне пом'якшення зазвичай можна проводити також при рівні короткострокової номінальної ставки вище нуля, тоді як кількісне пом'якшення має сенс тільки тоді, коли відсоткова ставка дорівнює нулю або дуже близька до нуля. Також результатом здійснення політики кількісного пом'якшення є приріст грошової маси в економіці на попередньо визначену величину, що і відрізняє кількісне пом'якшення від кредитного пом'якшення [175; 198; 204].

Центральні банки можуть ввести політику від'ємних відсоткових ставок (NIR), в результаті якої замість сплати відсотків за депозитами вкладникам доведеться платити за привілей зберігати гроші в банку. Ідея полягає в тому, що банки віддадуть перевагу витратити, збільшити кредити або інвестувати надлишкові кошти замість того, щоб платити за можливість зберігати гроші в центральному банку.

Коли ставки рефінансування впали майже до нуля, а баланси центрального банку розширилися через широкомасштабні операції з придбання активів, частина центральних банків континентальної Європи – ЦБ Данії, ЦБ Швеції, ЦБ Швейцарії та ЄЦБ, а також ЦБ Японії перейшли до набагато більш екстремальної форми нетрадиційної монетарної політики, ввівши від'ємні облікові ставки і/або від'ємні ставки за депозитами. Такі заходи створили безпрецедентну ситуацію, коли номінальні ставки є від'ємними за рядом термінів погашення кривої прибутковості.

Від'ємні ставки за депозитами представлені як податок, який накладається центральним банком на комерційні банки, щоб спонукати їх розширювати кредитування, а не як податок на вкладників. Передбачається, що ця політика буде стимулювати інвесторів переходити від державних облігацій до більш ризикованих активів [199].

Основною метою політики ультранизьких відсоткових ставок є стримування заощаджень і стимулювання запозичень. Це досягається шляхом зниження витрат на фінансування, чи то банківське кредитування або випуск облігацій на ринку.

На основі узагальнення підходів представлених у науковій літературі в класифікацію методів нетрадиційної монетарної політики було б доцільно також включити таку категорію як якісне пом'якшення (див. табл.1.3), до якого можна віднести купівлю довгострокових цінних паперів за рахунок продажу короткострокових активів з портфеля центрального банку.

Вищезазначені нетрадиційні методи монетарної політики через трансмісійні канали впливають на економічний розвиток країн. Поняття трансмісійного механізму вперше було введено Дж. М. Кейнсом, який трактував його як взаємопов'язану систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність. З точки зору Кейнса, збільшення реальної грошової пропозиції призводить до зменшення ринкової кредитної відсоткової ставки, що викликає збільшення обсягу інвестицій в економіку, це веде до зростання сукупних витрат, а, отже, і до зростання сукупних доходів економіки [74]. Сьогодні, трансмісійний механізм монетарної політики можна визначити як сукупність каналів, за допомогою яких імпульси монетарної політики впливають на економічну активність і рівень цін в економіці в коротко- і середньостроковому періодах. Найбільш поширеними каналами передачі нетрадиційної монетарної політики є: канал сигналізації; канал перебалансування портфеля і канал ліквідності [83; 190; 208]. На рисунку 1.2 представлена схема дії основних каналів передачі нетрадиційної монетарної політики.



Рис. 1.2. Канали передачі нетрадиційної монетарної політики

Джерело: складено автором на основі [116; 58]

Сутність каналів передачі нетрадиційної монетарної політики полягає в тому, що оголошення і балансова політика центрального банку можуть впливати на очікування щодо відсоткової ставки, змальовуючи шлях для майбутніх ставок, а також на кількість грошей в обігу. Цей вплив проявляється,

коли центральний банк оголошує, що буде підтримувати низький рівень майбутньої ставки, що називається попереднім керівництвом, тому що зі змінами в прогнозах короткострокової відсоткової ставки зменшується довгострокова відсоткова ставка, а також відбуваються зміни у різниці відсоткових ставок між країнами, і відмінностях, пов'язаних з усіма термінами погашення боргових цінних паперів [119]. А проведення заходів з купівлі активів і кредитне пом'якшення, як правило, буде повідомляти про більш прийнятні зміни облікової ставки в майбутньому [58]. Все це впливає на очікування громадськості, рівень ліквідності, зниження премій за ризик і тим самим допомагає вирівнювати криву прибутковості і сприяти покращенню фінансових умов і в кінцевому результаті економічному розвитку країни.

Отже, канали передачі нетрадиційної монетарної політики включають: стимулювання інфляційних очікувань, падіння реальних відсоткових ставок, зміни в тимчасовій структурі ринкових відсоткових ставок, переорієнтацію на довгострокові ставки та збільшення кредитів, що в загальному підсумку призводить до збільшення споживання, інвестицій і загального попиту.

Канали передачі нетрадиційної монетарної політики дозволяють центральному банку підтримувати зв'язок з реальним сектором економіки для того, щоб відновити довіру ринку і вплинути на очікування приватних осіб щодо майбутніх політичних рішень. За допомогою трансмісійних каналів нетрадиційна монетарна політика може впливати не тільки на розвиток національних економік, а й на економіки інших країн.

Ефективність передачі монетарного стимулювання практично повністю заснована на надійності центрального банку, належної комунікації його намірів і типів інфляційної політики. У ситуації, коли центральний банк не має достатньої репутації, впровадження нетрадиційної монетарної політики може виявитися неможливим.

Успішність монетарної політики залежить від досягнення кінцевих, проміжних, а також тактичних цілей. Кінцеві цілі являють собою глобальну задачу. Зазвичай кінцевою метою монетарної політики є максимальна

зайнятість, помірні темпи інфляції, зростання ВВП та реального обсягу виробництва. Центральний банк, зі свого боку, сприяє досягненню кінцевої мети за допомогою виконання проміжних і тактичних цілей. Основними проміжними цілями центрального банку, в умовах обмежених можливостей використання традиційних методів монетарної політики, є покращення роботи механізму передачі монетарної політики і забезпечення додаткового монетарного стимулювання. У реальному часі при монетарному регулюванні часто використовуються декілька методів одночасно, тому чітку відмінність між цими двома цілями не завжди можна виявити.

Різниця між традиційними і нетрадиційними методами монетарної політики в даний час ще повністю не визначена. Тому в більшості досліджень нетрадиційна монетарна політика визначається як залишкова категорія: будь-який інший тип втручання центрального банку в економічні процеси, який не залежить від його операції зі зміни безризикової номінальної ставки зараз або в майбутньому.

Зважаючи на дослідження різних підходів щодо аналізу сутності нетрадиційної монетарної політики і різноплановості її методів, досить складно сформулювати поняття, за допомогою якого була б можливість найповніше і коректніше показати її сутність. Проте, узагальнюючи проведений аналіз можна визначити, що нетрадиційна монетарна політика – це сукупність заходів, спрямованих на відновлення функціонування трансмісійного механізму політики й усунення дисбалансів на фінансовому ринку з відповідним забезпеченням додаткового монетарного стимулювання в умовах «пастки ліквідності» за допомогою змін в структурі й обсязі балансу центрального банку та відсоткових ставок.

1.2. Аналіз теоретичних досліджень нетрадиційної монетарної політики в сучасній економічній літературі

Після світової фінансової кризи 2007–2009 років знову відродилися гострі дискусії щодо ролі центральних банків, методів монетарного регулювання і теоретичних концепцій, що лежать в основі монетарної політики. Провідні фахівці й експерти пропонують переглянути цілі та методи державного регулювання фінансової системи та говорять про необхідність трансформації монетарного регулювання. Дана тенденція викликана триваючими кризовими явищами у світовій економіці, які спонукають до перегляду повноважень органів монетарного регулювання та змін в інструментарії монетарної політики. Центральні банки розвинених країн почали використовувати нетрадиційну монетарну політику, щоб стимулювати ефективну передачу її імпульсів і забезпечити додаткові прямі грошові стимули для економіки. У зв'язку з трансформацією монетарної політики її вивчення сьогодні постає одним з основних питань у науковій літературі.

Х. Шенкелберг і С. Ватцка у своїй роботі досліджують кількісне пом'якшення (QE) центрального банку Японії. Дослідження зосереджено на періоді після 1995 року, протягом якого банку Японії доводилося мати справу з практично нульовою відсотковою ставкою. Результати дослідження авторів вказують, що QE позитивно впливає на промислове виробництво, яке приблизно через два роки зросло на 0,4%. Однак його вплив значно менший у порівнянні з традиційним шоком відсоткових ставок у звичайний час. А також під час проведення політики кількісного пом'якшення баланс центрального банку збільшився на 7%. Крім того, шок монетарної політики має суттєвий вплив на базовий індекс споживчих цін [189]. Таким чином, загалом емпіричні дані авторів дозволяють припустити, що нетрадиційні методи монетарної політики можуть позитивно вплинути на реальну економічну активність, навіть коли відсоткові ставки знаходяться на нульовій нижній межі. Але для більш детальної оцінки впливу нетрадиційних методів монетарної політики на

економіку Японії слід провести аналіз більшої кількості економічних показників.

Ф. Хаяші та Дж. Коєда вивчали перші етапи застосування нетрадиційної монетарної політики в Японії. У своєму дослідженні автори виділяють два режими монетарної політики: режим нульової ставки, в якому ставка дуже близька до нуля, і нормальний режим. Автори зазначають, що резерви банків перевищують необхідні резерви, часто навіть у кілька разів, коли ставка політики нижче 0,05% на рік. Хаяші та Коєда досліджували три часові періоди з березня 1999 року до липня 2000 року, з березня 2001 року до червня 2006 року і з грудня 2008 року до грудня 2012 року, які повинні знаходитися в режимі ефективної нижньої межі (ELB). Дослідивши ці періоди автори прийшли до висновку, що випуск та інфляція позитивно відреагували на збільшення надлишкових резервів центрального банку [127]. Дж. Коєда у 2018 році розширила модель Ф. Хаяші та Дж. Коєда, додавши фінансову змінну, і продовживши часовий період до грудня 2016 року. В результаті не було виявлено сильного позитивного впливу другого раунду QE на випуск та інфляцію, за винятком першого року [138].

Дж. Крістенсен та М. Спігел у своєму дослідженні аналізують реакцію фінансового ринку на від'ємні відсоткові ставки та низку інших заходів, прийнятих центральним банком Японії для підвищення рівня інфляції та інфляційних очікувань. Автори аналізують зміни прибутковості японських державних облігацій, щоб оцінити зміни інфляційних очікувань ринку, викликані переходом банку Японії до від'ємних відсоткових ставок. Результати демонструють, що цей рух призвів до зниження, а не до збільшення середньострокових інфляційних очікувань. Таким чином, це передбачає обережність при розгляді ефективності від'ємних ставок в якості інструменту політики експансії. Важливим застереженням отриманих результатів є те, що рух банку Японії до від'ємних ставок сам по собі може відображати погіршення економічних умов. Тому зміни в очікуваннях ринку могли б бути реакцією на це погіршення, а не на зміну політики. Іншими словами, можливо, що зниження

середньо- і довгострокових інфляційних очікувань у даних умовах могло б бути ще гіршим, якби банк Японії не застосував від'ємні відсоткові ставки [82]. Таблиця 1.4 демонструє узагальнений аналіз підходів і результатів досліджень нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії.

Таблиця 1.4

**Дослідження нетрадиційної монетарної політики
центрального банку Японії**

Автор 1	Предмет дослідження 2	Висновки 3
Уеда К. (2009) Морган П. (2009) Хонда та ін. (2013) Рейф М. (2017)	Перший раунд кількісного пом'якшення	Автори дійшли висновку, що перша політика QE в Японії позитивно вплинула на сукупний випуск продукції через канал цін на акції.
Кан К. та ін. (2016) Ханіш М. (2017) Міхаеліс Х., Вацка С. (2017) Куросакі Т., Міура К. Ямада Т. (2018)	Другий раунд кількісного пом'якшення	Автори визначили кілька позитивних ефектів другого QE: підвищення сукупного попиту за рахунок зниження реальної відсоткової ставки; позитивний але слабкий вплив на обсяг виробництва; сильний вплив на рівень цін.
Руізо М. Окімото Т. (2017), Шираї С. (2018) Чароєнвонг В. Морк Р. Віватанакатан. Ю. (2019)	Політика кількісного і якісного пом'якшення центрального банку Японії	Макроекономічні показники після впровадження даної програми покращилися, але Банк Японії все ще не здатен вирішити проблеми дефляції і досягти поставленої мети інфляції у 2 відсотки.
Сайки А., Фрост Дж. (2014, 2019)	Вплив нетрадиційної монетарної політики на ринок праці в Японії	Автори визначили, що UMP постійно впливала на нерівність доходів в Японії, та ці результати можуть пояснюватися унікальними характеристиками Японії, особлива жорсткість на ринку праці, яка може пояснити відсутність зростання заробітної плати.
Монтгомері Х. Вольц У. (2019) Райя Дж. В Бейкб С. Дж. Кіма В. Дж. (2019)	Канали передачі нетрадиційної монетарної політики	Висновки свідчать про те, що канали передачі імпульсів нетрадиційної монетарної політики в Японії спрацювали належним чином. Результати моделей є стійкими до включення фіксованих за часом ефектів і узагальненого методу аналізу моментів.

Джерело: складено автором на основі [78; 126; 128; 133; 134; 158; 161; 162; 178; 183; 184; 185; 186; 193; 206]

У Сполученому Королівстві банк Англії також ввів низку заходів інноваційної монетарної політики, які включали посилену підтримку ліквідності та кількісне пом'якшення. Г. Капетаніос, Х. Мумтаз та інші зосереджуються на оцінці макроекономічних ефектів програми кількісного пом'якшення банку Англії. Підхід, який використовують автори, включає проведення контрафактного аналізу, щоб оцінити, що сталося б, якщо б не було проведено QE, ці результати потім порівнюються з прогнозом базової лінії, який включає QE. Аналіз базується на трьох моделях. У дослідженні використовується велика BVAR модель, щоб забезпечити структурні зміни; MS-SVAR модель, що дозволяє оцінювати зміни параметрів в певний час, щоб захопити зміни режиму; і TVP-SVAR модель, що дозволяє оцінити загальну зміну часу в параметрах.

Результати моделі BVAR показують, що без QE реальний ВВП впав би ще більше протягом 2009 року, а інфляція досягла б низьких або навіть негативних рівнів. Отримані дані моделей MS-SVAR і TVP-SVAR, в цілому підтверджують результати, отримані в попередній моделі. Загалом, аналіз свідчить про те, що QE був ефективним варіантом політики під час фінансової кризи. Однак величина його впливу значно відрізняється в різних специфікаціях моделей і з точними припущеннями, зробленими для генерування контрафактного моделювання, тому ці оцінки піддаються значній невизначеності [135].

М. Д. Бауер і Г. Д. Рудебуш у своїй роботі оцінювали можливі шляхи розвитку монетарної політики під час Великої рецесії і її наслідків. Використовуючи дані США, автори оцінили шляхи розвитку короткострокових ставок, беручи до уваги асиметричний розподіл їх ймовірностей в діапазоні горизонтів прогнозування, і оцінюючи відповідні дати про скасування монетарної політики нульових відсоткових ставок [60]. Модель, яку досліджували автори, є ефективною для прогнозування монетарної політики, але в моделі також є недолік, оскільки термін застосування даної політики був відносно недовгим.

Е. Т. Свенсон вивчає вплив нетрадиційної монетарної політики на фінансові ринки і, зрештою, на економіку в цілому. Період нульової нижньої межі відсоткових ставок у США розпочався 16 грудня 2008 року після того, як було знижено ставку за федеральними фондами до нуля. Економіка США все ще перебувала в серйозній рецесії, тому Федеральний комітет з відкритих ринків (FOMC) почав проводити нетрадиційну монетарну політику, щоб спробувати стимулювати економіку далі. Найбільш значними мірами даної політики були повідомлення про можливий майбутній курс ставки федеральних фондів протягом наступних кількох кварталів або років, а також великомасштабні операції з придбання активів (LSAP). Попереднє керівництво і LSAP мали дуже статистично значущий вплив на широкий спектр активів, включаючи казначейські зобов'язання, корпоративні облігації, акції, курси валют та невизначеність відсоткової ставки [200]. Це дослідження дає привід для подальшого аналізу впливу заяв попереднього керівництва та LSAP на макроекономічні змінні. Проте вимірювання реакції макроекономічних, а не фінансових змінних на оголошення монетарної політики є складним через меншу частоту та триваліші відставання у відповідях макроекономічних змінних на оголошення. Таблиця 1.5 узагальнює дослідження нетрадиційної монетарної політики, яка проводилася Федеральною резервною системою.

Таблиця 1.5

**Дослідження нетрадиційної монетарної політики
Федеральної Резервної Системи**

Автор	Предмет дослідження	Висновки
1	2	3
Віссінг-Йоргенсен А. Крішнамурті А., (2011) Феміне К., Сак Б. (2013) Костакис А. (2013) Бу Т. (2014) Кеттнер К. Н (2018)	Вплив нетрадиційної монетарної політики на відсоткові ставки	Кількісне пом'якшення і попереднє керівництво мали позитивний вплив на відсоткові ставки в США, які в цей період знизилися. Результати досліджень також демонструють, що учасники ринку інтерпретували політичні вказівки FOMC як передачу важливої інформації про функцію політичного реагування.

Продовження табл. 1.5

1	2	3
Чен Х., Курдія В., Фереро А. (2012) Кемпбелл Дж., Еванс Ч., Фішер Дж. Юстініано А.(2012) Енген Е. М., Рейфшнайдер Д. Л Лаубач Т. (2015)	Вплив кількісного пом'якшення на макроекономічні показники в США.	Результати вказують лише на незначну зміну в рості ВВП, і ще меншу зміну інфляції і рівня безробіття. Автори вказують на те, що, якби ФРС не використовувала попереднє керівництво ці результати були б ще меншими. А також виявили різницю між раундами кількісного пом'якшення.
Фармер Е.А. (2012) Журавльов О.В., Сердюк Г.В. (2014) Дзюблюк О. (2017) Грінлау Д., Гамільтон Дж, Харріс І., (2018) Ангело Л., Кастро В., Дюфренот Г. Джаваді Ф., Соуса Р. М.(2019) Льюїс Д. Дж. (2019)	Монетарні інструменти ФРС	Автори стверджують, що дії і оголошення ФРС були важливим фактором який впливав на дохідність довгострокових цінних паперів і вважають найбільш важливим інструментом монетарної політики – короткострокову відсоткову ставку. Управління змінами в складі балансу ФРС також є важливим інструментом в арсеналі центрального банку, який можна використовувати для запобігання дефляції в результаті фінансової кризи.
Аладангаді(2017) Адігая А. (2017) Гарріга К., Хедлунд А. (2020)	Ринок житла в США	Основними факторами руйнування ринку житла в США є високі ризики і погіршення асиметрії доходів. Результати відображають широкий відгук домогосподарств з меншими кредитними можливостями на впровадження нетрадиційної монетарної політики, припускаючи, що більш слабкі обмеження по запозиченнях є основною руйнівною силою житлового фонду.
Альбріціо С., Конеса М., Длугош Д., Тіміліотис С. (2019) Інуе А., Россі Б. (2019) Орду-Аккая Б. М., Сойтас У. (2020) Бальсілара М., Абідін З. Хусейн О., Вохар М. Е. (2020)	Вплив UMP на фінансові ринки США	Автори стверджують, що через канал прийняття ризиків нетрадиційна монетарна політика підвищує інтерес інвесторів до високоприбуткових корпоративних облігацій США, тим самим розширює доступ до ринків високоприбуткових облігацій для компаній з більш високим профілем ризику. А також знаходять докази того, що структура ризику фінансового ринку США змінилася після глобальної фінансової кризи 2008 року через оголошення програм кількісного пом'якшення через канал балансу портфеля.

Джерело: складено автором на основі [17; 44; 45; 46; 56; 79; 95; 99; 104; 105; 111; 114; 120; 129; 139; 143; 144; 149; 167; 211]

М. Вейл і Т. Віладек порівнюють політику кількісного пом'якшення ФРС та банку Англії. Вплив оголошень про великомасштабні купівлі державних облігацій на реальний ВВП і індекс споживчих цін в Сполученому Королівстві

та Сполучених Штатах вивчається за допомогою VAR моделей, розрахованої за щомісячними даними з березня 2009 року до травня 2014 року. Використовуються чотири різні схеми ідентифікації, всі з яких залишають необмежені реакції ВВП та ІСЦ, і досліджуються канали передачі політики. В результаті свого дослідження автори прийшли до висновку, що оголошення про купівлю активів у розмірі 1% ВВП призводить до статистично значущого зростання реального ВВП та ІСЦ в США на 0,58%, 0,25% і Великої Британії 0,62% 0,32%, відповідно [208].

Одна з найбільш вагомих робіт з дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ на функціонування грошового ринку була проведена П. Аббасі, Т. Лінцертом. Після початку світової фінансової кризи ЄЦБ надавав значні обсяги ліквідності фінансовим інститутам, і операції центрального банку фактично частково замінили фінансове посередництво на міжбанківському ринку. У роботі проводиться аналіз впливу заходів ЄЦБ з надання ліквідності на ставки за міжбанківськими кредитами з максимальним терміном погашення до 12 місяців. Частина втрати ефективності монетарної політики під час фінансової кризи через традиційний канал відсоткових ставок компенсувалася ефективним використанням операцій з ліквідністю, що впливають на ставки грошового ринку за межами добового терміну. Під час фінансової кризи значне розширення балансу центрального банку та проведення тендерів з фіксованою ставкою з повним розподілом, значно вплинули на динаміку ставок грошового ринку на три, шість та дванадцять місяців. Таким чином, центральні банки дійсно мають у своєму розпорядженні адекватні інструменти для проведення ефективної монетарної політики, навіть і у кризові часи [42].

Дж. Ріволта аналізує вплив нетрадиційних заходів монетарної політики, які Європейський центральний банк застосовував з 2007 року для подолання фінансової кризи та суверенної заборгованості. Для оцінки механізму передачі імпульсів монетарної політики досліджуються зміни в дохідності державних облігацій європейських країн за допомогою методу дослідження подій. Автор зосереджується на днях, пов'язаних з політичними оголошеннями та

політичними діями, тому що це дозволяє відобразити прямий вплив на дохідність облігацій. Ріволта проводить кілька емпіричних аналізів. Перший емпіричний аналіз стосувався ефектів оголошень на прибутковість облігацій, щоб оцінити, чи впливали політичні дії на ринки з урахуванням очікувань інвесторів. Найбільш релевантними були оголошення ЄЦБ про програми купівлі покритих облігацій, програми ринків цінних паперів, програми прямих грошових операцій і про збільшення терміну погашення цінних паперів на початку грудня 2011 року. У другому емпіричному аналізі були проаналізовані прямі наслідки надзвичайних вливань ліквідності ЄЦБ, а саме операції довгострокового рефінансування. На початку ЄЦБ був успішним у пом'якшенні напруженості на ринку, тому що криза була викликана відсутністю довіри між банками, що призвело до проблем з фінансуванням. Всі країни Єврозони отримали вигоду від ін'єкцій ліквідності. Однак у 2009 році криза ліквідності переросла в боргову кризу, відтоді монетарна політика відрізнялася між країнами. У контексті зростаючого ризику суверенного дефолту кількох європейських країн на передачу імпульсів монетарної політики стали впливати відмінності в макроекономічних засадах і порушення функціонування фінансових ринків країн Єврозони. Позитивні вторинні ефекти від ліквідності мали тільки країни з більш кращими показниками державного боргу [179]. У зв'язку з такими висновками автора виникають деякі питання про ефективність монетарної політики в нестандартні часи, особливо, коли напруга на ринку викликана не монетарними проблемами, такими як брак ліквідності, а, скоріше, такими масштабними проблемами, як розмір державного боргу.

Подібний аналіз впливу нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ на різні країни Єврозони проводили М. Сераті та А. Венегоні, чий аналіз показує, що виникнення двох криз в зоні євро суттєво змінило передачу монетарної політики, причому як відсоткова ставка, так і кредитний канал постійно порушувалися. Хоча нетрадиційні методи і давали ефективні стимули для економіки, вони не змогли усунути повністю цю асиметрію [190].

Дж. Кріл зі співавторами у своїй роботі визначали вплив монетарної політики ЄЦБ, як традиційної так і нетрадиційної, на відсоткові ставки та обсяги кредитування в чотирьох найбільших країнах Єврозони: Німеччині, Франції, Італії та Іспанії, під час останньої світової фінансової кризи. Автори переконані, що нетрадиційна монетарна політика повинна бути нейтральною, окрім сигнальних ефектів, за винятком випадків, коли існує певна сегментація ринку за наступними двома вимірами: за строковою структурою, короткострокові та довгострокові, або між країнами, оскільки в утриманні боргових зобов'язань існує упередженість або неприйняття ризиків до окремих позик або боргів, що стосуються окремих країн. Результати дослідження свідчать про сильний взаємозв'язок між ставкою ЄЦБ і відсотковими ринковими ставками. Проте, вплив не є однаково сильним на обсяг кредитування. Тому спостерігається нерівномірний ефект нетрадиційної монетарної політики [88].

Вплив нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ на малі країни ЄС з відкритою економікою вивчають Е. Саскіатер, Е. Янсен та Н. Ларссон. Автори розглядають, чи впливає монетарна політика Європейського центрального банку на ефективність внутрішньої монетарної політики трьох малих країн з відкритою економікою, які тісно пов'язані з Європейським валютним союзом: Данії, Норвегії і Швеції. Автори знаходять значний вплив на криву прибутковості. Водночас, внутрішня монетарна політика в Норвегії та Швеції ефективна для більш короткого терміну кривої прибутковості [187].

У своїй роботі І. Перейра робить висновки про ефективність монетарної політики Європейського центрального банку ґрунтуючись на дослідженні оголошень про заходи нетрадиційної монетарної політики і їх вплив на номінальні і реальні довгострокові ставки. Досліджується ефективність нетрадиційної монетарної політики, зокрема оголошення про від'ємні депозитні ставки. Розглядаються довгострокові ставки: дохідність 10-річних державних облігацій, дохідність за 5- і 10-річними корпоративними облігаціями (AAA і BBB) і ставка за 5-річними свопами для Єврозони. Результати демонструють,

що нетрадиційна монетарна політика ЄЦБ мала значний вплив на реальні, номінальні та довгострокові відсоткові ставки. Цей ефект може бути більш стійким для певної групи країн під час деяких оголошень, а саме, оголошення від 4 вересня 2014 року, значно знизили прибутковість 10-річних державних облігацій і прибутковість 5-річних ВВВ облігацій для Португалії. Вплив на дохідність корпоративних облігацій відрізняється в залежності від їх строків погашення і видів кредитних рейтингів. Наприклад, більший спад дохідності корпоративних 10-річних облігацій ВВВ означає, що ефект нетрадиційної монетарної політики поширюється на корпорації та домогосподарства. Інфляційні очікування зменшилися навколо анонсів нестандартної монетарної політики, а це означає, що нетрадиційні методи фактично знижують інфляційні очікування [171].

Р. Хейтсм, Д. Уналміс, Дж. Хаан вивчають як фондові ринки реагують на нетрадиційну політику Європейського центрального банку. Вони будують модель, у яку включають дані з кінця січня 1999 року до лютого 2015 року. Дослідники розглядають вплив нетрадиційних методів монетарної політики на акції для 19 секторів. В роботі також аналізується, чи реагують різні портфелі по-різному на звичайні та нетрадиційні політичні заходи. У результаті дослідження автори виявили, що заходи нетрадиційної монетарної політики особливо сильно впливають на індекс EURO STOXX 50. До кризи автори не виявили вагомого доказу, що кредитний канал є важливим каналом передачі шоків монетарної політики, а під час кризи навпаки. Згідно з результатами, акції компаній, які до кризи мали невисоку вартість демонструють значну реакцію на зміни в монетарній політиці і що вплив змін політики ЄЦБ на ці портфелі нестабільний в часі, але відрізняється в кризовому і некризовому періоді [125].

Ф. Коллінгро і М. Френкель досліджують реакцію національних та загальноєвропейських фондових індексів, похідних індексів волатильності, а також державних облігацій на впровадження нетрадиційних методів монетарної політики ЄЦБ [86]. У таблиці 1.6 представлені узагальнені результати

досліджень інших науковців з аналізу нетрадиційних методів монетарної політики ЄЦБ.

Таблиця 1.6

**Дослідження нетрадиційної монетарної політики
Європейського Центрального банку**

Автори	Предмет дослідження	Висновки
1	2	3
Вишневецький В.П, Матюшин А.В, (2015) Демерціс М., Вольф Б.(2016) Гамбетті Л., Муссо А. (2017) Елборн А. (2018) Бурріель П. Галесі А.(2018) Мартінс Л.Ф., і інші (2018) Гусев К. (2018) Маліаріс А. Г. (2020)	Розвиток та особливості монетарної політики ЄЦБ	Виявлено особливості історичного розвитку монетарної політики ЄЦБ. Автори стверджують, що оновлена монетарна політика може зберігати простір для реагування і дій, навіть в умовах, коли її традиційні інструменти досягли межі своїх можливостей. Країни з більш нестабільною банківською системою найменшою мірою виграють від нетрадиційних заходів монетарної політики, особливо в тому, що стосується збільшення обсягу виробництва.
Циккареллі М., Гарсія Дж, Монтес К. (2017) Бутуріна О., Цибуліна А.(2018) Асшофф С., Бельке А., Осовський Т. (2020)	Інфляційні процеси в зоні євро	Автори приходять до висновку, що довгий період низької інфляції має низку негативних наслідків для Єврозони і показник інфляції на основі якого ЄЦБ приймає рішення, маскує різницю в динаміці цін в окремих країнах ЄС. Нетрадиційна монетарна політика призводить до зростання інфляційних очікувань в короткостроковій перспективі, але цей ефект, очевидно, зникає в середньостроковій перспективі.
Лемке В., Владі А. Л. (2017) Кавітська І.Л (2019)	Політика нульової відсоткової ставки	Дослідження демонструють, що оголошення про зменшення нижньої межі може знизити криву прибутковості, навіть якщо нижня межа ще не є обов'язковою.
Бейрн Дж. (2011) Азаренкова Г. (2013) Георгиадис Г. Греб Ю. (2016) Амблер С. Рамлер Ф. (2017) Ачарія В. В., Ейзерт Т., Ейфінгер С. Гірш К. (2019) Муаббі С., Сахук Ж. Г. (2019) Забала М., Прац А. (2019)	Вплив UMP на очікування реальної відсоткової ставки, ринки кредитування, макроекономічні показники	Нетрадиційні методи монетарної політики ЄЦБ мали значний вплив на відсоткові ставки. Особливо перші програми. Результати показують невеликий вплив різних балансових політик на інфляцію і поведінку економічних агентів, особливо в роки фінансової кризи. Дослідники також говорять про ризики кредитування неплатоспроможних учасників ринку.

Джерело: складено автором на основі [1; 10; 11; 15 ; 18; 19; 52; 55; 62; 73; 84; 92; 97; 113; 115; 146; 154; 155; 163; 216]

М. Ленза, Х. Піль, Л. Рейхлін, Г. Пірсман, М. Сесіоні, Г. Ферреро, А. Сесчі у своїх дослідженнях вивчають дії ЄЦБ, ФРС і Банку Англії щодо подолання фінансової кризи у 2007 – 2009 рр. Дослідники дійшли висновку, що перші нетрадиційні заходи щодо кредитів і відсоткових ставок мали велике значення для стабілізації фінансового сектору та економіки в цілому [76; 147; 170].

Т. Наката зі співавторами розглядають наслідки нетрадиційної монетарної політики, використовуючи модель з ефективною нижньою межею (ELB) і впливом на номінальні відсоткові ставки, а також рівняння Ейлера і криву Філіпса. Коли суб'єкти приватного сектору знижують майбутні економічні умови у прийнятті рішень сьогодні, оголошене скорочення майбутніх ставок стає менш ефективним у стимулюванні поточної економічної діяльності. За цих умов попереднє керівництво є потужним інструментом у зміні поточної політичної ставки і має використовуватися центральними банками для поліпшення добробуту, якщо поточна ситуація є обмеженою ELB. У даній роботі автори розглянули наслідки менш потужних настанов для оптимального формування перспективної політики керівництва шляхом аналізу того, як дисконтування з боку приватного сектору впливає на оптимальну політику зобов'язань центрального банку, що потрапив у пастку ліквідності. Але стандартні моделі передбачають не виправдано великі відповіді виробництва та інфляції на оголошення про зміни відсоткових ставок у майбутньому. Як наслідок, ці моделі можуть бути обмеженими у використанні в якості основи для аналізу перспективної політики попереднього керівництва [165].

Сьогодні країни, що розвиваються під впливом глобалізаційних процесів дуже інтегровані в світову економіку та є активними учасниками світового фінансового ринку. Більшість науковців говорять про зростання ролі країн, що розвиваються у світі. З настанням глобальної фінансової кризи в економічній літературі великий інтерес викликали дослідження того, як криза і антикризові заходи розвинених країн вплинули на економіки даної групи країн. Вчені

стверджують, що дії Федеральної резервної системи США, Європейського центрального банку та інших великих фінансових органів, які здійснюють нетрадиційну монетарну політику, через міжнародні капітальні вкладення та інші канали передачі впливають на проведення монетарної політики та на фінансові умови країн, що розвиваються.

Т. Байомі, Дж. Гейгнон досліджують азіатську кризу, яка почалась 1997 року. У своїй роботі автори переоцінюють деякі політики, які використовували центральні банки під час азіатської кризи. Азіатська криза виникла через швидкий приплив іноземних інвестицій у швидкозростаючий регіон з начебто сильними перспективами. Фінансова дерегуляція в азіатських країнах також відіграла певну роль у кризі, надаючи національним банкам та іншим громадянам більшу свободу позичати за кордоном. Ефективність інвестицій, що фінансувалися за рахунок цих кредитів, поступово погіршувалася протягом 1990-х років. Ці кошти все частіше спрямовувалися на проекти з низькою прибутковістю, наприклад, у сектор напівпровідників, який вже зазнав глобальних надлишкових потужностей, або у внутрішні сектори, такі як нерухомість, яка не мала закордонних продаж, необхідних для погашення зростаючих зовнішніх боргів. Головний урок з азіатської кризи полягає в тому, що криза може перейти до країн з різними основоположними принципами. Автори зосереджуються на виявленні ролі центрального банку та уряду у фінансуванні процесу реструктуризації країн, які найбільше постраждали від кризи. Таїланд виділяється тим, що включив центральний банк у підтримку реструктуризації банківської системи без стрибка інфляції. Ця готовність використовувати баланс центрального банку для придбання капіталу комерційних банків має багато спільного з підходом, прийнятим у Гонконзі, де центральний банк купував акції безпосередньо з ринку. Обидві дії, у свою чергу, використовують той самий основний механізм, що й кількісне пом'якшення у Сполучених Штатах, Японії, Єврозоні та Великобританії. Відповідно, автори називають цей підхід тайською нетрадиційною банківською рекапіталізацією [61]. Результати аналізу авторів, доводять що кількісне

пом'якшення є корисним інструментом, який ефективно розширює інструменти політики і дозволяє урядам досягти кращих результатів. Але модель була побудована здебільшого для маленьких закритих економік, та на сьогоднішній момент таких ідеальних умов не існує в реальному світі, тому більш складна модель дозволила б краще оцінити ефекти кількісного пом'якшення.

Т. Дальхаус, Г. Васішта вважають, що шлях Федеральної резервної системи до скорочення грошових стимулів і в кінцевому підсумку до підвищення відсоткових ставок може мати істотні наслідки для потоків капіталу в країни з ринком, що формується. Автори розглядають потенційний вплив нормалізації монетарної політики США на потоки портфелю в основних країнах з ринком, що формується. Результати показують, що вплив цього шоку на потоки інвестицій буде таким, що частка потоків буде економічно невеликою. Ці передбачення були підтверджені подіями, які спостерігалися в період з кінця травня до серпня 2013 року. Волатильність на світових фінансових ринках значно зросла влітку 2013 року після оголошення, що Федеральна резервна система почне скорочувати свої операції з купівлі активів (LSAP). Все це сприяло тому, що учасники фінансового ринку переглянули свої очікування щодо того, коли ФРС почне нормалізувати монетарну політику, а також терміни підвищення ставки за федеральними фондами. Ці зміни в політичних очікуваннях, ймовірно, призвели до переоцінки учасниками ринку ризику та віддачі від інвестицій в країни з ринком, що формується. Однак автори також зазначають, що невеликі зміни потоків портфеля можуть бути пов'язані зі значними фінансовими потрясіннями в цих країнах. У деяких випадках, специфічні для країни чинники мали більше значення, ніж нетрадиційні методи загалом [90].

М. Хачула у своїй роботі наводить нові дані про глобальну роль монетарної політики США, вивчаючи потрясіння, які відбулися в країнах, що розвиваються за допомогою їх ключових макроекономічних і фінансових показників. Зокрема, аналізується чи є нетрадиційні заходи рушійною силою потоків капіталу в країнах, що розвиваються. Для цього будується модель

структурної глобальної векторної авторегресії (GVAR), що включає як макроекономічні, так і фінансові змінні для 39 передових економік, що розвиваються, за період 2008 – 2014 рр. і оцінюються динамічні реакції цих змінних на заходи нетрадиційної монетарної політики Федеральної резервної системи США. У результаті дослідження автором було виявлено, що основним каналом передачі впливу нетрадиційної монетарної політики США є потоки капіталу. Таким чином, країни, що розвиваються, в середньому реагують проциклічно на шоки, які виникають через проведення нетрадиційної монетарної політики в США, шляхом підвищення їх короткострокової ставки. А також країни, що розвиваються з гнучким обмінним курсом, страждають від ударів нетрадиційної монетарної політики ФРС [124].

А. Сіарлон, А. Колабелла у своїй роботі обґрунтовують, що програми ЄЦБ з придбання активів впливають на країни Центральної та Східної Європи, сприяючи полегшенню їх фінансових умов як в короткостроковій, так і в довгостроковій перспективі через різні канали передачі. Автори досліджують два канали передачі впливу нетрадиційної монетарної політики, канал перебалансування портфеля і канал банківської ліквідності. Дослідження проводилося з третього кварталу 2009 року до кінця 2015 року. Автори застосовують метод дослідження подій для виявлення короткострокового впливу нетрадиційної політики на фінансові змінні, і приходять до такого висновку, що фінансові змінні країн ЦСЄ реагують на новини, пов'язані з нетрадиційною політикою ЄЦБ, рухаючись в очікуваному напрямку. У довгостроковій перспективі було з'ясовано, що на потоки інвестицій в економіку досліджуваних країн впливали повідомлення про програми придбання активів ЄЦБ та фактичні придбання активів [83].

С. Фукуда досліджує побічні ефекти, які політика від'ємних відсоткових ставок центрального банку Японії викликала на азійських фінансових ринках. Результати доводять, що політика від'ємних відсоткових ставок, яка знизила довгострокову ставку нижче нуля, могла би принести користь азійським економікам. Автор вважає, що це могло статися, тому що місцеві фінансові

інститути, які втратили свої можливості отримання прибутку на внутрішньому ринку Японії, знайшли нову можливість отримання прибутку в країнах Азії, що розвиваються, після оголошення даної політики [110].

У таблиці 1.7 в узагальненому вигляді представлені дослідження монетарної політики країн, що розвиваються, і впливу нетрадиційної монетарної політики розвинених країн на їх економічний розвиток.

Таблиця 1.7

Дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток країн з ринковою економікою, що розвивається

Автор	Предмет дослідження	Висновки
1	2	3
Бовман Д., Лондоно Дж., Саприза Н. (2014) Каваї М. (2015) Почтарьов М. Є.(2015) Фратшер М., Ло Дука М., Штрауб Р.(2018) Серра А. П. Феррейра Е. (2019) Богатова І.Є. (2017) Шизуме М. (2018)	Вплив нетрадиційної монетарної політики ФРС, ЄЦБ і ЦБ Японії на економіки країн, що розвиваються.	Автори прийшли до висновку, що у всіх країнах що, розвиваються зміни, викликані застосуванням політики кількісного пом'якшення в США і Європі, не надто сприяють економічному зростанню. А також вплив QE банку Японії був більш позитивним, на відміну від QE США. QE збільшило проциклічність потоків за межами США, зокрема в акції ринків, що розвиваються.
Халова К., Хорват Р. (2015) Ангеловська – Бежоска М. та інші (2018) Фалагіарда М. та інші (2015), Модер І. (2019) Якуб Янус (2019)	Вплив політики кількісного пом'якшення ЄЦБ на економіки країн Центральної і Південно-Східної Європи.	Автори стверджують, що нестандартні заходи монетарної політики ЄЦБ мали помітний вплив на приблизно половину країн Південно-Східної Європи. Водночас результати свідчать про більш сильну реакцію регіональних потоків капіталу на деякі основні внутрішні фактори.
Горняк О.В (2012-2020) Петрик О. І (2014) Оголь Д.О.(2016) Ломачинська І.А (2017-2020) Масленніков Є.І (2017-2020) Павлюк О.О.(2016-2020) Копич Р.І. (2016–2020)	Вивчення розвитку фінансового сектору України	Авторами було виявлено взаємозалежність між економічним зростанням і темпами зростання грошової маси, інфляцією і відсотковими ставками за кредитами в Україні. А також досліджується розвиток банківського сектору та фінансової системи, зокрема й новітні технології в цих сферах.

Продовження табл. 1.7

1	2	3
Родіонова Т.А Якубовський С. О Деркач Т. Кіфак А. (2014–2019)	Дохідність інвестицій в країнах з ринком, що формується	Автори виявили вплив нетрадиційної монетарної політики на трансграничні потоки капіталу і прийшли до висновку, що дохідність іноземних інвестицій погіршує динаміку поточного рахунку та призводить до зростання зовнішньоекономічних дисбалансів в приймаючій країні.
Перепьолкіна О.О Шаринская О. Є. (2007) Процик Т. В. (2008) Аржевітін С. М. (2011) Чирак І. (2014) Тимків С.М.(2015)	Монетарна політика України	Авторами була розроблена система основних індикаторів і аналітична модель для комплексного дослідження монетарного середовища. Зокрема була виявлена непослідовність дій НБУ в період фінансових стресів.

Джерело: складено автором на основі [6; 7; 8; 13; 14; 21; 23; 24; 29; 30; 31; 32; 33; 34; 36; 37; 38; 53; 71; 103; 106; 112; 118; 132; 136; 140; 141; 142; 152; 156; 157; 160; 169; 180; 191; 195; 212; 213]

Переважна більшість економістів досліджує вплив нетрадиційних методів монетарної політики на грошовий і фондовий ринки. При цьому в більшості досліджень також вимірюється вплив політичних чинників на вартість фінансових та реальних активів. Слід зазначити, що в більшості досліджень суперечливим є питання щодо того які ціни активів слід використовувати для аналізу нетрадиційної політики. В аналізованих дослідженнях нетрадиційної монетарної політики загалом існує досить багато доказів того, що більшість заходів нетрадиційної монетарної політики були успішними, але з іншого боку існують і докази негативного впливу цих методів на економічний розвиток країн. Вищеперелічені автори зробили вагомий внесок у розвиток дослідження нетрадиційної монетарної політики. Але, не дивлячись на велику кількість досліджень, вони не є вичерпними, тому що економічна ситуація у світі різко змінюється, і це потребує нових досліджень.

1.3. Методологічні принципи дослідження нетрадиційної монетарної політики

Світова фінансова криза стимулювала центральні банки розвинених країн застосовувати нові методи монетарного регулювання. Застосування нетрадиційних методів монетарної політики потребує їх глибокого дослідження з використанням сучасної методології яка потребує побудови відповідних моделей.

Теоретичною основою моделі П. Аббасі і Т. Лінцера є гіпотеза очікувань тимчасової структури відсоткових ставок, відповідно поточне значення відсоткової ставки за фінансовими інструментами, зокрема кредитами з більш тривалим терміном погашення, повинна дорівнювати сумі середньої очікуваної ставки за кредитами «овернайт» та постійної премії за ризик, яка є специфічною для кожного терміну погашення. Досліджувана модель авторів має такий вид:

$$\Delta R_t(k) = \alpha \left(\frac{1}{k} \sum_{j=0}^{k-1} E_t \Delta r_{t+1+j} \right) + \beta' \Phi_t(k) + \gamma' CB_t + \delta' X_t + \sum_{j=1}^5 \phi_j \Delta R_{t-j}(k) + \varepsilon_t \quad (1.1)$$

Де $R_t(k)$ – значення ставки за кредитом на строк k днів у період часу t ; r_{t+j} – ставка за одноденними кредитами в період часу $t + j$; E_t – оператор математичного очікування в період t ; α – відображає вплив зміни середньої очікуваної відсоткової ставки за одноденними кредитами на ставку відсотка за кредитами на більш тривалий термін. Вектор $\Phi_t(k)$ включає різні види ризику: ризик ліквідності, ризик контрагентів та ринковий ризик. CB_t є вектором нестандартних мір монетарної політики, які спрямовані на послаблення напруги на грошовому ринку. Ця змінна використовується для того, щоб дослідити, чи вдалося цим заходам зменшити ставку Euribor. Вектор X_t – фіктивна змінна, яка вказує на зміну в ставці. Керованість ставок грошового ринку вимагає досить низького рівня стійкості до довгострокових ставок грошового ринку. Якщо ставки на грошовому ринку є занадто стійкими, то тривалий вплив шоків може перешкодити прозорості політичних сигналів та

впливу монетарної політики центрального банку на ставки грошового ринку за кривою прибутковості. Таким чином, оцінюється збереження ставок Euribor $\sum_{j=1}^5 \Phi_j$. Для оцінки рівняння (1.1) використовуються щоденні дані з березня 2004 року до червня 2009 року. Результати вказують на те що нестандартні заходи ЄЦБ, пов'язані з антикризовою політикою, виявилися ефективними у зниженні ставок грошового ринку [42].

Е. Свенсон оцінює ефекти політики попереднього керівництва і великомасштабних купівель активів (LSAP) Федеральної резервної системи США, які були двома основними типами нетрадиційної монетарної політики в період з січня 2009 року до жовтня 2015 року, коли традиційний інструмент монетарної політики, ставка за федеральними фондами, була практично нульовою. Для того, щоб окремо визначити наслідки прямого керівництва та придбання активів, спочатку автор окремо визначає основні принципи та компоненти LSAP кожного оголошення FOMC. Набір даних включає дату кожного оголошення FOMC з липня 1991 року до жовтня 2015 року, а також зміну кількості цін на активи в 30-хвилинному вікні, що стосується кожного оголошення, ф'ючерси на євродолар, поточний квартальний контракт і ставки контракту, дохідність облігацій, за 3 місяці, 6 місяців і 2-, 5-, 10 і 30-річними термінами погашення, фондовий ринок, виміряний S&P 500, і курси валют – єна / долар і долар / євро.

Зміни за цінами активів зводяться у $T \times n$ матрицю X , причому рядки матриці це відповідні оголошенням FOMC, і стовпці відповідають n різних активів; кожен елемент x_{ij} у X матриці повідомляє 30-хвилинну відповідь j -го активу i -му оголошенню FOMC. Модель факторів має такий вигляд:

$$X = FA + \varepsilon \quad (1.2)$$

де F – матриця $T \times k$, що містить $k < n$ неспостережуваних факторів; якщо $k = 0$, дані X добре описуються білим шумом; якщо $k = 1$, X буде добре описано як лінійне реагування на один чинник (наприклад, зміна ставки за федеральними фондами) плюс білий шум; якщо $k = 2$, дані X відповідатимуть двом основним розмірам оголошень FOMC плюс білий шум; і так далі. Стовпці

F відповідають: 1) неочікуваній складовій зміни ставки за федеральними фондами після кожного засідання FOMC, 2) неочікуваній складовій зміни попереднього керівництва; 3) будь-яких анонсів LSAP, і 4) будь-які додаткові розміри новин про монетарну політику або змін в економіці, які систематично виявляються в оголошеннях FOMC.

Автор оцінює та ідентифікує фактори F, використовуючи два різні підходи. За допомогою першого підходу Свенсон аналізує всю вибірку з липня 1991 року до жовтня 2015 року загалом. За цей період налічується 213 повідомлень FOMC і вісім різних активів у X, тому X має розміри 213×8 .

Другий підхід до ідентифікації розбиває вибірку на два підперіоди: період до ZLB 1991–2008 та ZLB 2009–2015. Потім виконується оцінка факторів та ідентифікація окремо для кожного підперіоду, припускаючи, що існують лише два фактори – зміни у ставці федеральних фондів та попереднє керівництво у першому підперіоді та два фактори – зміни у прямому керівництві та LSAP у другому. Для аналізу використовується OLS регресії :

$$\Delta y_t = a + \beta F_t + \varepsilon_t \quad (1.3)$$

де t індексує оголошення FOMC, y – позначає певний прибуток казначейства, Δ зміна у 30-хвилинному вікні кожного оголошення FOMC, F – коефіцієнти монетарної політики, та ε – білий шум [200].

Дж. Ріволта досліджує вплив нетрадиційних методів монетарної політики на дохідність державних облігацій. Автор у своєму дослідженні визначає основні оголошення, які відкрили громадськості найважливіші новини про заходи нетрадиційної монетарної політики. Вивчаючи зміни прибутковості на щоденній основі, можна не враховувати макроекономічний контекст, який вважається фіксованим за короткий період часу. Тому значні зміни в прибутковості близько деяких ключових дат можуть бути пов'язані з ефектами політичних новин та інтервенцій на ринках. Автор дослідила прибутковість довгострокових державних облігацій, в результаті чого була виділена звичайна, нормальна і ненормальна прибутковість. Метою аналізу є перевірка статистичної значущості ненормальної дохідності для активу на дату події τ ,

яка може бути отримана як різниця між фактичною дохідністю (R_{it}) і нормальної або очікуваної ($E [R_{it} | X_t]$):

$$AR_{it} = R_{it} - E [R_{it} | X_t] \quad (1.4)$$

Де X_t – інформація, доступна ринкам, яка в поєднанні з співвідношенням ринкової рівноваги дозволяє сформулювати очікування майбутніх доходів. Потім, коли відбувається подія, передбачається, що модель зміниться:

$$R_t = x_t\beta + z\alpha + \varepsilon_t. \quad (1.5)$$

Тут x_t – вектор незалежних змінних в момент часу t , β – відносний вектор параметрів, z – вектор, що містить характеристики активу, які впливають на прибутковість, коли відбувається подія, α – вектор коефіцієнта z і ε_t є членом зміни з нульовим середнім значенням, яке, можливо, змінюється в періоди оголошень про застосування нетрадиційних мір.

Потім розглядається дохідність державних облігацій країн з різними рейтингами, а саме: Австрія, Бельгія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Греція, Італія, Нідерланди, Португалія та Іспанія і аналізуються цінні папери с різним терміном погашення, зокрема : 3 місяці, 6 місяців, 1 рік, 2 роки, 3 роки, 5, 7, 10, 15, 20 і 30 років. Зокрема, в даному дослідженні економетрична методологія ґрунтується на двосторонньому t -тесті, за допомогою якого нульова гіпотеза відхиляється, коли значення тестової статистики є досить малим або достатньо великим, тобто існують дві альтернативні гіпотези, одна позитивна і одна негативна. Нульовою гіпотезою є той факт, що прибутковість облігацій залишилася незмінною після оголошень нетрадиційних заходів монетарної політики. На противагу цьому, альтернативна гіпотеза полягає в тому, що ці оголошення мали певний вплив на прибутковість облігацій, і тому нульова гіпотеза відхиляється, коли значення статистичного тесту є досить малим або досить великим. Зокрема, t -статистика розподіляється як студент- t з $n-1$ ступеня свободи (де n – кількість спостережень у вибірці) і розраховується наступним чином:

$$t_{cij} = \frac{v_{cij,tl} - v_0}{sd_{cij,l}} \sim T(n-1). \quad (1.6)$$

$v_{cij,tl}$ – варіація виходу зв'язку i країни c у події j в момент часу t , який може бути 1-денною варіацією або 2-денною варіацією ($l = 1, 2$), залежно від часу оголошення і v_0 – значення нульової гіпотези. 1-денна зміна розраховується як відмінність між прибутковістю t та прибутковістю $t - 1$, тоді як 2-денна зміна розраховується як різниця між прибутковістю t та прибутковістю у $t - 2$.

Оскільки в роботі вивчається значення зміни дохідності, то відмінність у варіаціях дохідності масштабується за стандартним відхиленням 1- або 2-денних змін зв'язку i у випадку j . Стандартне відхилення обчислюється як квадратний корінь з дисперсії вибірки змін виходу:

$$sd_{cij,l} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (v_{cij,tl} - v_{cij,l})^2}{n-1}} \quad (1.7)$$

Отже, n дорівнює 30 і $v_{cij,l} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n v_{cij,tl}$ – середня зміна у часовому вікні події j .

Щоб оцінити спільну значущість змін прибутковості для певного оголошення, використовується тест Вальда. Найпростішою статистикою Вальда для перевірки значення одного коефіцієнта ϵ :

$$W = \left(\frac{\text{коефіцієнт}}{\text{стандартна похибка (коефіцієнт)}} \right)^2 \quad (1.8)$$

Це квадрат t -статистики і він розподіляється як χ^2 -квадрат з 1 ступенем свободи, оскільки він перевіряє лише одне обмеження. Оскільки необхідно перевірити значення q , можна обчислити спільну статистику Вальда як суму q окремої статистики Вальда:

$$W = \sum_{i=1}^q \left(\frac{v_{cij,tl}}{sd_{cij,l}} \right)^2 = \sum_{i=1}^q (t_{cij})^2 \sim X^2(q) \quad (1.9)$$

Обчислення моделі полягає в зменшенні розмірності даних для отримання необхідної статистики. І починається з аналізу різних облігацій (i) для різних країн (c) в подій (j) та i агрегують варіації за часом (t), щоб отримати q t -статистику для кожної події. Потім агрегується t -статистика по облігаціях, щоб отримати статистичні дані тесту Вальда для країн та подій [179].

Дослідження авторів Дж. Кріл, П. Хьюберт і М. Вьеннот присвячене ефектам нетрадиційної монетарної політики в чотирьох країнах: Франції, Німеччині, Італії та Іспанії. Набір даних для аналізу починається з червня 2007 року до жовтня 2014 року з місячною частотою, тому він містить 89 спостережень. Трансмійсний механізм оцінюється для традиційних та нетрадиційних інструментів і суверенного боргу, також досліджуються кредити нефінансовим корпораціям та житлові кредити домогосподарствам. Автори досліджують такі інструменти нетрадиційної монетарної політики як: надлишок ліквідності, політика довгострокового рефінансування (LTRO) і інструмент SHMPP, який включає програму ринку цінних паперів, першу, другу і третю програму придбання покритих облігацій, а також найостаннішу програму придбання цінних паперів, і є сумою всіх цих програм. Перш ніж оцінювати специфічні для країн і ринків структурні VAR моделі, науковці визначають для кожного інструменту в Єврозоні агрегований рівень політичних потрясінь ЄЦБ, ортогональних для широкого кола макроекономічних змінних.

Припускаючи, по-перше, що динаміка Y_t (ставка ЄЦБ, EL, LTRO, SHMPP) зумовлена політичними систематичними відповідями на дані в їх інформаційному наборі Ω_t де $f(\cdot)$ є функцією, що фіксує їхню систематичну реакцію, і по-друге, що термін ε_t^Y відображає несподівані потрясіння щодо до чотирьох змінних, модель вилучення екзогенних шоків може бути представлена так:

$$Y = f(\Omega_t) + \varepsilon_t^Y \quad (1.10)$$

Для кожного з чотирьох політичних інструментів автори розширюють набір інформації з трьома іншими інструментами політики, роблячи кожний з чотирьох потрясінь ортогональним до інших інструментів політики. Оцінене рівняння:

$$i_t = a + \beta_i i_{t-1} + \sum_{k=0}^3 \beta_{X,k} X_{t-k} + \sum_{p=0}^1 \beta_{z,p} M_{t-p} + \sum_{j=0}^1 \beta_{M,j} P_{t-j} + \varepsilon_t^i \quad (1.11)$$

де X_t представляє інфляцію по ВВП, M_t додаткові макрозмінні перелічені вище, і P_t три залишкові інструменти політики. На відміну від звичайних політичних дій, які не оголошені заздалегідь, нестандартна політика спочатку

оголошується, а потім реалізується в наступні місяці, і таким чином визначаються нетрадиційні монетарні шоки, екзогенні для ефектів очікування.

Структурна VAR модель використовується для декомпозиції сукупних потрясінь політики ЄЦБ в окремих ортогональних компонентах країни та ринку з структурною економічною інтерпретацією. Дж. Кріл зі співавторами доповнюють стандартну VAR модель для аналізу монетарної політики, включаючи індустріальне виробництво (IP), інфляцію (CPI), та традиційні інструменти політики з трьома іншими агрегатними політичними шоками ЄЦБ, для випуску облігацій / попиту на кредит, (mc_d), ставки за новими кредитами (mc_r) та обсяги (mc_v) для кожного ринку (m) та країни (c). У вектор F_t включаються екзогенні змінні в оцінці цін на нафту та внутрішні індекси фондового ринку. Для кожного ринку, припускається що

$$Z_t = [IP_t, CPI_t, mc_d_t, mc_r_t, mc_v_t, \varepsilon_t^{SHMPP}, \varepsilon_t^{LTRO}, \varepsilon_t^{EL}, \varepsilon_t^{ECBrate}] \quad (1.12)$$

представляють вектор (9×1), який містить ендогенні змінні на дату t :

$$AZ_t = a + B \sum_{k=0}^3 Z_{t-k} + CF_t + DE_t \quad (1.13)$$

де b_{ij} в матриці $B \in (k \times 1)$ вектори, F – вектор, що містить екзогенні одночасні змінні, C – їх пов'язані параметри, і $A = I_9$ та Матриця B [b11 до b99] Структурний VAR-аналіз виконується за допомогою $k = 3$ лаги, і з невеликою оцінкою вибірки, оскільки кількість спостережень невелика.

Аналіз демонструє, що канал традиційних відсоткових ставок працює в чотирьох країнах, але звичайна монетарна політика має незначний вплив на обсяг виробництва. А дослідження щодо нетрадиційної політики показують, що вона мала досить різні ефекти. Аналіз надає підтримку розриву нетрадиційної політики між надлишковою ліквідністю, LTRO та SHMPP. Надлишок ліквідності пройшов через відсоткові ставки в Німеччині та Іспанії, а також за обсягами у Франції та Іспанії. Для порівняння, вплив заходів LTRO був слабшим і зосереджувався виключно на відсоткових ставках. Навпаки, заходи SHMPP, спрямовані на периферійні країни, були ефективними для зміни відсоткових ставок у цих країнах [88].

Основним завданням дослідження таких науковців як Р. Хейтс, Д. Уналміс, Дж. Хаан було проаналізувати різницю у реакції цін акцій на очікувані та несподівані рішення монетарної політики в кризові та некризові роки, для цього автори оцінюють наступну модель:

$$R_t^i = a + \beta_1(1 - C_t)\Delta r_t^u + \gamma_1(1 - C_t)\Delta r_t^e + \beta_2 C_t \Delta r_t^u + \gamma_2 C_t \Delta r_t^e + \phi \Delta r_t^{u,c} + \delta X_t + \varepsilon_t \quad (1.14)$$

Де R_t^i представляє дохідність дня певного фондового індексу або портфеля, a – константа, C – це фіктивний елемент, що приймає значення нуля до кризи та 1 під час кризи, Δr_t^u , Δr_t^e , $\Delta r_t^{u,c}$ – умовний шок монетарної політики, очікувані та неочікувані зміни курсу монетарної політики в період часу t , X – вектор керованих змінних в день t , а ε – це значення помилки в день t . β_1 представляє собою ефект неочікуваності монетарної політики на докризовий дохід акцій, тоді як β_2 показує наслідки після початку кризи. Автори визначають у своєму дослідженні 27 серпня 2007 року як початок кризового періоду [125].

У центрі уваги дослідження І. Перейра є оцінка впливу нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ на відсоткові ставки таких країн Єврозони: Австрія, Бельгія, Німеччина, Греція, Фінляндія, Франція, Ірландія, Італія, Нідерланди, Португалія та Іспанія. Для аналізу використовується метод дослідження подій, включаючи щоденні дані. У модель включені такі показники як дохідність 10-річних державних облігацій, 10-річний та 5-річний показник прибутковості корпоративних облігацій використовується для двох різних типів кредитних рейтингів: AAA та BBB. Для того, щоб виміряти середньострокові інфляційні очікування, використовується інфляційний обмін євро 5у5у (Euro Inflation Swap Forward). До моделі також включаються змінна – синтетичний євро, який складається з середньозваженої дохідності серії базових облігацій від кожного з членів Європейського валютного союзу, згаданого вище. Набір даних починається з 1 березня 2009 року і закінчується 5 липня 2016 року. Інес Репейра було виділено 44 нетрадиційних оголошень монетарної політики, що відбулися протягом досліджуваного періоду, але для того, щоб мати змогу

врахувати вплив кожного оголошення, автор оцінила оголошення, які слідували один одному протягом 30 днів. Таким чином, кінцева кількість оголошень дорівнює 22.

Як зазначає автор, розрахунок впливу події вимагає вимірювання аномальних прибутків. У цьому конкретному дослідженні "прибутки" є ненормальними змінами прибутковості. Аномальну зміну прибутковості розраховують наступним чином:

$$\text{Abnormal yield change}_{it} = \text{Actual Yield Change}_{it} - \text{Expected normal Yeld Change}_{it} \quad (1.15)$$

де t – позначає період часу, i – країни.

Для отримання очікуваної зміни прибутку у цьому дослідженні були застосовані дві моделі. Модель постійної прибутковості і модель ринку. Перша модель припускає, що очікувана прибутковість може відрізнятись в різних країнах, але є постійна з часом. Формула очікуваної зміни прибутковості за моделлю постійної середньої дохідності є такою:

$$\text{Expected normal Yeld Change}_{it} = \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it})=0 \quad \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon t}^2 \quad (1.16)$$

де μ_{it} – середня зміна врожайності за період t , i – країна.

Модель ринку пов'язує зміну дохідності цінних паперів кожної країни з середньозваженою дохідністю базових облігацій кожної країни Європейського валютного союзу. Відповідно до ринкової моделі, формулу очікуваної зміни прибутковості можна написати наступним чином:

$$\text{Expected normal Yeld Change}_{it} = a_i + \beta_i Y_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it})=0 \quad \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon t}^2 \quad (1.17)$$

де Y_{mt} – середньозважена прибутковість цінних паперів країн Єврозони і ε_{it} є нульовим середнім терміном порушення, a_i , β_i і $\sigma_{\varepsilon t}^2$ параметри ринкової моделі.

Після обчислення очікуваної нормальної зміни врожайності аномальну зміну врожайності можна обчислити як:

$$\text{Abnormal yield change}_{it} = Y_{it} - \mu_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (для моделі 1)} \quad (1.18)$$

$$\text{Abnormal yield change}_{it} = Y_{it} - a_i + \beta_i Y_{mt} + \varepsilon_{it} \text{ (для моделі 2)} \quad (1.19)$$

де Y_{it} позначає фактичну зміну прибутковості.

Обидві моделі показують, що тільки при $t = 1$, через день після оголошення, аномальний прибуток зменшився. Це означає, що для ринку може знадобитися деякий час для реагування на нетрадиційні оголошення монетарної політики ЄЦБ [171].

С. Амблер і Ф. Рамлер вивчали те, як фінансові ринки реагують на заяви про впровадження мір нетрадиційної монетарної політики. У дослідження були включені такі показники як, дані ринкових ставок овернайт, обмінного курсу долар/євро, довгострокові ставки. Номінальна прибутковість являє собою середньозважене значення за всіма країнам Єврозони та інфляційні очікування засновані на ставках свопу (ILS). Щоб мати можливість оцінити вплив оголошених заходів UMP на реальні відсоткові ставки, автори розраховували щоденні неявні реальні доходи з облігацій від номінальної прибутковості і ставок ILS з 2 і 5 річними термінами погашення. У період з липня 2008 року до березня 2016 року автори виділили 13 дат важливих заходів нетрадиційної монетарної політики. Контрольними змінними в регресійних моделях є дані ВВП чотирьох економік зони євро Німеччини, Франції, Італії та Іспанії та самої Єврозони загалом. Базова специфікація регресійної моделі мала такий вигляд:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta_1 D_t^{\text{ump}} + \beta_2 D_t^{\text{rc}} + \beta_3 D_t^{\text{meeting}} + \varepsilon_t \quad (1.20)$$

де Δy_t може бути одноденною і дводенною зміною номінальної прибутковості державних облігацій, інфляційних очікувань, реальної прибутковості або обмінного курсу долар / євро, а D_t^{ump} є фіктивна змінна для 13 дат оголошення нетрадиційної монетарної політики, приймаючи значення 1 в дні оголошення і 0 в іншому випадку.

Крім цих основних заяв, Рада керуючих ЄЦБ також приймає рішення щодо відсоткових ставок і оголосила важливу інформацію, яка могла вплинути

на номінальні і реальні ставки й на інфляційні очікування. З урахуванням цих заяв, автори в свою модель включили декілька фіктивних елементів, перший фіктивний елемент D_t^{rc} , який приймає значення 1 на дати коли ЄЦБ знижує ключові відсоткові ставки, і ще один фіктивний елемент $D_t^{meeting}$, який дорівнює 1 на 66 дат засідань Ради керуючих без зниження ставок або оголошень щодо нетрадиційної політики.

Виходячи з того, що фінансові ринки ефективно та швидко аналізують інформацію, то реакцію дохідності облігацій та інфляційних очікувань на оголошення нетрадиційної монетарної політики можна аналізувати, через несподіваний зміст оголошень. Автори виділяють такі групи оголошень, які перевищували очікування фінансових ринків, які відповідають очікуванням ринку та оголошенням, які розчарували ринки. Щоб дослідити, чи впливають ці три типи оголошень на дохідність та інфляційні очікування, оцінюється наступне рівняння:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta_1 D_t^{exceed} + \beta_2 D_t^{met} + \beta_3 D_t^{disapp} + \beta_4 D_t^{rc} + \beta_5 D_t^{meeting} + \varepsilon_t \quad (1.21)$$

Де, D_t^{exceed} , D_t^{met} , D_t^{disapp} – фіктивні змінні, які приймають значення 1, коли оголошення нетрадиційної монетарної політики класифікуються як ті які перевищили, відповідають чи розчарували очікування ринку відповідно. Загалом оголошення, які перевищували очікування, мали значні негативні наслідки для реальних прибутків, тоді як ті, що розчарували очікування, мали сильний і значний позитивний вплив на реальні доходи.

Автори також оцінюють вплив на показники інфляції, реального ВВП, промислового виробництва та даних про безробіття в чотирьох найбільших економіках зони євро та в цілому в Єврозоні. Для цього вираховуються ринкові очікування від фактичних показників, нормалізованих стандартним відхиленням очікуваних значень. Це дає загалом 20 фіктивних змінних, які містять ненульове значення на датах оцінки, коли медіана очікування не збігається з фактичними показниками та 1 на всіх інших датах. Оцінене рівняння наступне:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta_1 D_t^{exceed} + \beta_2 D_t^{met} + \beta_3 D_t^{disapp} + \beta_4 D_t^{rc} + \beta_5 D_t^{meeting} + \beta_6 D_t^{speech} + \beta_7 Z_t + \varepsilon_t \quad (1.22)$$

де D_t^{speech} – фіктивна змінна, яка приймає значення 1 на дату з важливим політичним виступом і Z_t є вектором 20 фіктивних макроекономічних даних. В результаті ці змінні не мали вагомих ефектів [52].

Г. Капетаніус, Х. Мумтаз досліджуючи нетрадиційну політику яка проводилася у Великобританії, приділяють вагому увагу кількісному пом'якшенню, і для аналізу впливу QE на економіку країни використовують три види моделей. Перша це VAR модель для оцінки якої використовуються Бейсовські моделі. Зокрема, оцінюється велика модель BVAR. І модель має такий загальний вигляд:

$$Y_t = \Theta_0 + \Theta_1 Y_{t-1} + \dots + \Theta_p Y_{t-p} + e_t \quad (1.23)$$

де e_t – є вектором білого шуму, Θ_0 – є вектором констант, а Θ_1, Θ_p – матриці параметрів.

Друга модель MS-SVAR яка дозволяє моделювати зміни в реагуванні політики та вивчення впливу сукупної динаміки.

$$Y_t = c_s + \sum_{j=1}^K B_{j,s} Y_{t-j} + A_{0,s} \varepsilon_t \quad (1.24)$$

де вектор даних Y_t – щомісячні дані за 3-місячними казначейськими векселями (R_t), 10-річний спред прибутковості державних облігацій (S_t) (визначається як 10-річна дохідність державних облігацій за вирахуванням тримісячної ставки казначейських векселів), річний приріст ВВП (y_t), річна інфляція індексу споживчих цін (π_t), річний ріст M4 (M_t), річна зміна цін акцій (Spt); $B_{j,s}$ і $A_{0,s}$ – авторегресивні коефіцієнти. У цій моделі виділяється чотири структурні шоки: шок монетарної політики, шок попиту, шок постачання та шок для розподілу дохідності. Ці шоки ідентифікуються з використанням комбінації знаків і обмежень типу 1 і 0. Позитивний шок монетарної політики, призведе до стиснення спредів дохідності, зниження темпів зростання ВВП та зниження інфляції. Позитивний шок попиту призведе до підвищення інфляції та

виробництва, короткострокових ставок, зростання грошей та цін на акції; в той час як негативний шок постачання призведе до підвищення інфляції та зниження зростання виробництва. З іншого боку, передбачається, що негативний шок до спреда дохідності матиме нульовий одночасний вплив на короткострокові відсоткові ставки, але призводить до зниження інфляції та зростання виробництва.

Іншою моделлю, яка фіксує зміни політичного режиму, є наступна TVP-SVAR:

$$Y_t = c_t + \sum_{l=1}^L \phi_{l,t} Y_{t-l} + v_t \quad (1.25)$$

де Y_t квартальні дані про тримісячні казначейські векселі (R_t), 10-річний коефіцієнт прибутковості державних облігацій (S_t) (визначений як 10-річна дохідність державних облігацій за вирахуванням тримісячної ставки за казначейськими векселями), річне зростання ВВП (y_t) та річна інфляція CPI (π_t).

Набір даних складається з 43 змінних, з щомісячними спостереженнями, що охоплюють період з квітня 1993 року до вересня 2010 року.

Моделі є безпосередньо порівнянними через різні динамічні структури та інформаційний зміст, вони спільно ілюструють діапазон потенційного макроекономічного впливу QE [135].

Кл. Боріо і Л. Гамбакорта досліджують нетрадиційні інструменти монетарної політики на кредитний ринок. В аналіз були включені всі великі міжнародні банки. Період дослідження охоплює 20 років з 1995 до 2014 року. Для забезпечення незмінно широкого охоплення вибиралися банки за країнами у порядку зменшення їх розміру, щоб покрити не менше 80% внутрішніх банківських систем в країнах G10 (Бельгія, Канада, Франція, Німеччина, Італія, Японія, Нідерланди, Швеція, Швейцарія, Сполучене Королівство і Сполучені Штати Америки), а також Австрії, Австралії та Іспанії.

Емпірична стратегія дослідження спрямована на перевірку того, чи відрізняється вплив короткострокових ставок на банківське кредитування, коли

рівень відсоткових ставок дуже низький. Автори проводять оцінку стандартної динамічної регресії кредитування наступного типу:

$$\Delta \ln(\text{loans})_{ijt} = a_i + \theta_i + \beta \Delta \ln(\text{loans})_{ijt-1} + \gamma \Delta r_{ijt} + \lambda Y_{ijt} + \delta X_{ijt-1} + \lambda \text{IFRS}_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (1.26)$$

Де $\ln(\text{loans})_{ijt}$ – річні темпи зростання кредитів у період t з банком i зі штаб-квартирою в країні j . Показник монетарної політики – це зміна тримісячного міжбанківського курсу (Δr_{ijt}), оскільки вона змінює короткострокову ставку та наближається до граничних витрат короткострокового періоду фінансування. Вектор Y_{ijt} містить в собі циклічні індикатори, що базуються на банках, для контролю за умовами попиту на позики. Зокрема, вектор містить: зростання реального ВВП; інфляція ІСЦ; зростання цін на житло; нахил кривої прибутковості – різниця між прибутковістю 10-річних державних облігацій та тримісячної міжбанківської ставки. Вектор δX_{ijt-1} включає специфічні для банку характеристики, які можуть вплинути на пропозицію кредитування: вартість фінансування заборгованості – витрати на фінансування від загального некапітального фінансування; коефіцієнт левериджу – співвідношення власного капіталу до загальних активів; коефіцієнт ліквідності – співвідношення грошових коштів та цінних паперів до загальних активів; коефіцієнт диверсифікації, отриманий від непроцентного доходу до загального доходу; фіктивна змінна, яка приймає значення 1, якщо банк мав державний капітал на своєму балансі в будь-який рік протягом досліджуваного періоду, і 0 в іншому випадку. Фіксована змінна $\lambda \text{IFRS}_{ijt}$, яка приймає значення 1 після того, як банк прийняв Міжнародні стандарти фінансової звітності 3 та 0 в іншому випадку. З метою пом'якшення можливої проблеми ендогенності між банківськими специфічними змінними і динамікою кредитування включаються часові та банківські фіксовані ефекти θ_t та a_i . Ці змінні не є фокусом аналізу, але є дуже важливими для врахування різних інституційних характеристик країни та попиту на позики.

Щоб перевірити, чи впливають нетрадиційні методи монетарної політики на кредитування в періоди низьких відсоткових ставок, К. Боріо і Л. Гамбакорта

трансформують рівняння (1.26). Зокрема, вводиться річна зміна короткострокової ставки ($\phi\Delta r_{ijt}$) і фіктивна змінна для середовища з низькою відсотковою ставкою (Lowrate_{ijt}). Ця фіктивна змінна приймає значення 1, якщо тримісячний міжбанківський курс нижчий за 1,25% і 0 в інших випадках. Таким чином отримуємо нове рівняння:

$$\Delta \ln(\text{loans})_{ijt} = \alpha_i + \theta_i + \beta \Delta \ln(\text{loans})_{ijt-1} + \gamma \Delta r_{ijt} + \phi \Delta r_{ijt} * \text{Lowrate}_{ijt} + \lambda Y_{ijt} + \delta X_{ijt-1} + \lambda \text{IFRS}_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (1.27)$$

У результаті свого дослідження автори отримали такі результати: зниження ставки на 1% збільшує кредитування на 1,5% в короткостроковому періоді, протягом року, і на 1,7% у довгостроковій перспективі. Серед специфічних характеристик банків найбільш важливою змінною є банківське плече: банки з достатньою капіталізацією надають більше кредитів, відповідно до того, що вони мають більш легкий доступ до боргового фінансування і за нижчими цінами [69].

Враховуючи основну мотивацію дослідження М. Ангеловської – Бежоскої зі співавторами, яка полягає в емпіричній оцінці впливу кількісного пом'якшення ЄЦБ на потоки капіталу в країнах регіону Центрально-Східної та Південно-Східної Європи, автори оцінюють модель, яка охоплює деякі основні кризові фактори, які відображають надмірне розміщення ліквідності, що є загальним шоком для регіону. Загальна специфікація моделі така:

$$TFit = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta \text{GDPPC}_{it} + \sum_{i=1}^n \gamma \text{IR}_{it} + \delta \text{ECBAS}_{it} + \omega_{it} \quad (1.28)$$

Де TF являє собою загальний приплив капіталу до ВВП або його конкретні компоненти, GDPPC – ВВП на душу населення на основі паритету купівельної спроможності у доларах США, IR – відсоткова ставка за довгостроковими державними цінними паперами, випущеними на внутрішньому ринку, якщо вони є. ECBAS – позначає баланс Європейського центрального банку, тобто його активи до ВВП. Ця змінна відображає масштаби грошового розміщення ЄЦБ за допомогою політики кількісного пом'якшення. i – країна, а t позначає рік, тоді як ω позначає умовні помилки.

Набір даних включає чотирнадцять країн Центрально-Східної та Південно-Східної Європи з за період 2003–2015 років. Використовувані дані мають щорічну частоту [53].

М. Стен Карстен і Н. Грігоріадіс Теохаріс використовуючи прес-релізи ЄЦБ і керуючись підбіркою манекенів для заходів монетарної політики у відповідній літературі, досліджують вплив повного набору заяв ЄЦБ про нетрадиційну монетарну політику, тобто 12 окремих програм, реалізованих в період з 2009 до 2017 року, на широкий набір фінансових змінних одинадцяти країн: Болгарія, Хорватія, Чехія, Угорщина, Польща, Латвія, Литва, Румунія, Росія, Сербія та Україна. Сім фінансових змінних, що представляють інтерес, включають обмінний курс щодо євро, індекс фондового ринку, що вимірюється за індексом MSCI країни, тримісячну ставку міжбанківського кредитування, дохідність за 3- і 10-річним суверенним облігаціям, а також спреди 5 і 10 річних кредитних дефолтних свопів для всіх одинадцяти країн. В якості контрольних змінних обрані, ставка маржинального кредитування ЄЦБ і європейський орієнтир волатильності VSTOXX. Наступна регресія, що стосується конкретної країни, була оцінена за допомогою щоденних даних протягом періоду 02.01.2009 – 31.12.2017 і має такий загальний вид:

$$\Delta FX_{i,t} = a + \beta_1 \Delta EuroVIX_t + \beta_2 IR_t^{ECB} + \beta_3 \Delta Y_{t-1} + \gamma MP_t^{ECB} + \delta MP_t^{US} + \theta EC_t + \varepsilon_t \quad (1.29)$$

де FX приймає значення залежних фінансових змінних, що представляють інтерес. Індекс волатильності зони євро включений як EuroVIX для контролю за періодами високої волатильності, які могли вплинути на фінансові ринки в досліджуваних економіках. Вектор IR_t^{ECB} являє собою ставку ЄЦБ. Крім того, для обліку автокореляції включена лагова залежна змінна. Вектори MP_t^{ECB} і MP_t^{US} містять фіктивні змінні, пов'язані з нестандартними заявами про монетарну політику. Вектор MP_t^{US} включений для контролю вторинних ефектів, пов'язаних з оголошеннями монетарної політики, зробленими ФРС, з урахуванням численних досліджень, які показали глобальний вплив монетарної політики США. Змінна EC_t використовується для контролю за оголошеннями,

пов'язаними з фінансовими програмами допомоги, які надані Європейською комісією [75].

Отже, можна узагальнити, що в основному науковці досліджують реакції фінансових показників, таких як ставки за різними видами кредитів, дохідність цінних паперів, фондові індекси на впровадження нетрадиційних методів монетарної політики в розвинених країнах. Це пояснюється тим, що монетарна політика, перш за все впливає на фінансовий сектор економіки.

Аналіз впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн у дисертаційному дослідженні також здійснюється за допомогою дослідження фінансових індикаторів з використанням методу дослідження подій та методів регресійного аналізу, зокрема моделей векторної авторегресії (VAR) і моделей побудованих методом найменших квадратів (OLS). Ці моделі використовуються для оцінки причинно-наслідкового зв'язку між нетрадиційними заходами монетарної політики та відповідними фінансовими змінними.

Моделі VAR оцінюють систематичні динамічні кореляції між відповідними фінансовими змінними й нетрадиційними методами монетарної політики. Методологія VAR, введена Крістофером А. Сімсом (1980), часто використовується в літературі із за її здатності аналізувати стилізовані факти, що стосуються реакції, на різні шоки, які представлені набором змінних [56]. Загальний вигляд моделей векторної авторегресії представлений рівняннями 1.30 і 1.31

$$X_t = a_1 + \beta_{11}X_{t-1} + \beta_{21}Y_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (1.30)$$

$$Y_t = a_2 + \beta_{21}X_{t-1} + \beta_{22}Y_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (1.31)$$

Де X_t і Y_t – спільно залежні змінні, t – час, ε_{1t} і ε_{2t} – білий шум (помилка), β – коефіцієнти.

Перевага використання моделей VAR для оцінки впливу нетрадиційної монетарної політики полягає в тому, що можна оцінити безпосередньо вплив на фінансові показники та ефективність нетрадиційних заходів даної політики щодо їх розміру.

Як видно з представлених досліджень, для оцінки наслідків нетрадиційної монетарної політики, як правило, використовується обсяг балансу центрального банку в якості відображення дії нетрадиційних методів монетарної політики. В авторських моделях додатково досліджується вплив змін обсягів монетарної бази і у відсотковій ставці центрального банку для того, щоб більш повно представити вплив монетарної політики, бо і зміни в монетарній базі й відсоткова ставка були операційними цілями в різні періоди для центральних банків розвинених країн.

Для того щоб оцінити загальний вплив нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії, ЄЦБ і ФРС на економічний розвиток Японії, США та країн Єврозони у дисертаційному дослідженні побудовані регресійні моделі, які включають такі групи фінансових показників (*FI*) як:

- 1) дохідність довгострокових державних облігацій, де JY10 – дохідність десятирічних державних облігацій Японії, USY10 – США, GY10 – Німеччини, FRY10 – Франції, GRY10 – Греції, IY10 – Італії;
- 2) фондові індекси: NIKKEI 225 і TOPIX для Японії, MSCI EUROPE і STOXX EUROPE 50 для Єврозони, DOW JONES і S&P 500 для США;
- 3) рівень інфляції: CPI – для Японії і США, гармонізований індекс споживчих цін HICP – для Єврозони;
- 4) обмінний курс – JPY/USD і USD/EUR;
- 5) спреди 5 і 10 річних кредитних дефолтних свопів у національній валюті та доларах США – CDS5Y і CDS10Y для Японії, Німеччини та США.

У моделях 1.32 – 1.39 використовуються щомісячні статистичні дані Міжнародного валютного фонду, Організації економічного співробітництва і розвитку, а також дані зі статичних баз даних Вільного Університету Берліну і національних банків країн.

Моделі мають такий загальний вигляд:

$$FI_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} FI_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} \log AssetsCB_{t-i} \varepsilon_{1t} \quad (1.32)$$

$$\log AssetsCB_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \log AssetsCB_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} FI_{t-i} \varepsilon_{1t} \quad (1.33)$$

Моделі 1.32 і 1.33 описують залежність між фінансовими показниками й обсягом балансу центрального банку (*AssetsCB*).

$$FI_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} FI_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} \log Monetary Base_{t-i} \varepsilon_{1t} \quad (1.34)$$

$$\log Monetary Base_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \log Monetary Base_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} FI_{t-i} \varepsilon_{1t} \quad (1.35)$$

Моделі 1.34 і 1.35 описують залежність між фінансовими показниками й обсягом монетарної бази (*Monetary Base*).

$$FI_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} FI_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} CBrate_{t-i} \varepsilon_{1t} \quad (1.36)$$

$$CBrate_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} CBrate_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} FI_{t-i} \varepsilon_{1t} \quad (1.37)$$

Моделі 1.36 і 1.37 описують залежність між фінансовими показниками й відсотковою ставкою центрального банку (*CBrate*).

Для дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики банку Японії на фінансові показники Японії використовуються моделі для двох періодів вибірки, перший період січень 2000 року – грудень 2006 року, який припадає на етап проведення першого раунду політики кількісного пом'якшення, другий період з січня 2010 року до лютого 2020 року, який включає всі антикризові заходи. Для дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики Федеральної резервної системи на фінансові показники США аналізуються моделі з періодом вибірки січень 2008 – лютий 2020 років. Період вибірки з січня 2009 року до лютого 2020 року застосовується при дослідженні нетрадиційної монетарної політики Європейського центрального банку. А

також для більш детального дослідження деяких аспектів нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ використовуються додаткові моделі, які розкривають вплив найбільш масштабніших операцій центрального банку з купівлі активів (APP), які складаються з таких програм: програма купівлі покритих облігацій (CBPP3), програма купівлі цінних паперів забезпечених активами (ABSPP), програма купівлі цінних паперів у державному секторі (PSPP), програма купівлі цінних паперів у корпоративному секторі (CSPP). Період вибірки жовтень 2014– лютий 2020 років. Модель має такий загальний вид:

$$FI_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} FI_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} APP_{t-i} \varepsilon_{1t} \quad (1.38)$$

$$APP_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} APP_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} FI_{t-i} \varepsilon_{1t} \quad (1.39)$$

У результаті аналізу різних підходів щодо дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток країн з ринком, що формується було виявлено, що через трансмісійні канали нетрадиційні методи монетарної політики розвинених країн можуть впливати на трансграничні потоки капіталу, ціни активів та інші фінансові індикатори інших країн. У дисертаційній роботі аналіз впливу нетрадиційних методів монетарної політики на трансграничні потоки капіталу здійснюється на прикладі ЄЦБ. Даний приклад є безпрецедентним тому, що ЄЦБ є центральним банком для цілого об'єднання країн, з якими мають тісні зв'язки більшість країн світу. При цьому особлива увага приділяється впливу обсягу балансу Європейського центрального банку на різні види іноземних інвестицій, що надходять у країни з ринком, що формується Центральної і Східної Європи. У моделях використовуються квартальні статистичні дані Міжнародного валютного фонду, Організації економічного співробітництва та національних банків країн.

Рівняння 1.40, 1.41, 1.42 оцінюють вплив нетрадиційних заходів монетарної політики ЄЦБ, виражених за допомогою змінної обсягу його балансу, на дохідність десятирічних єврооблігацій і десятирічних державних облігацій країн ЦСЄ. Оцінка цього параметру необхідна тому, що головним стимулом інвесторів є отримання більшого доходу при прийнятних ризиках. Для порівняння досліджуються країни, які не є членами валютного союзу: Чехія, Польща, Угорщина, Румунія, Болгарія, Хорватія, але вони є членами ЄС і Україна, яка реалізує євроінтеграційну стратегію, з неспокійними країнами Європейського Союзу, Грецією та Італією, які є членами зони євро. Модель має такий загальний вид:

$$Y10_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} Y10_{E_{t-i}} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} \log TAECB_{t-i} + \sum_{i=1}^p C_{1i} Y10_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (1.40)$$

$$Y10_{E_t} = a_2 + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} Y10_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} \log TAECB_{t-i} + \sum_{i=1}^p C_{2i} Y10_{E_{t-i}} + \varepsilon_{2t} \quad (1.41)$$

$$\log TAECB_t = a_3 + \sum_{i=1}^p \beta_{3i} Y10_{E_{t-i}} + \sum_{i=1}^p \gamma_{3i} \log TAECB_{t-i} + \sum_{i=1}^p C_{3i} Y10_{E_{t-i}} + \varepsilon_{3t} \quad (1.42)$$

Де $TAECB$ – це обсяг балансу Європейського центрального банку, $Y10$ – дохідність 10-річних державних облігацій досліджуваної країни, для України використовуються дані національного банку щодо дохідності облігацій з терміном погашення понад 5 років ($Y5+$); $Y10_E$ – дохідність 10-річних єврооблігацій.

Наступним кроком в оцінці є з'ясування того, наскільки впливають внутрішні економічні умови на дохідність державних облігацій країн ЦСЄ:

$$Y10_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} IR_{t-i} + \sum_{i=1}^p C_{1i} Y10_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (1.43)$$

$$IR_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} Y10_{t-i} + \sum_{i=1}^p C_{2i} IR_{t-i} + \varepsilon_{2t} \quad (1.44)$$

Де IP – це короткострокова ставка центрального банку країни (%), оскільки це головний інструмент монетарної політики в цих країнах.

Для більш повного аналізу необхідно визначити вплив політики ЄЦБ на внутрішні економічні умови, представлені короткостроковою відсотковою ставкою центрального банку досліджуваної країни.

$$IR_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} \log TAECB_{t-i} + \sum_{i=1}^p C_{1i} IR_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (1.45)$$

$$\log TAECB_t = a_2 + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} IR_{t-i} + \sum_{i=1}^p C_{2i} \log TAECB_{t-i} + \varepsilon_{2t} \quad (1.46)$$

Зокрема, для оцінки впливу балансу ЄЦБ на різні види інвестицій у країнах ЦСЄ досліджуються такі VAR моделі:

$$LIIP_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} TAECB_{t-i} + \sum_{i=1}^p C_{1i} LIIP_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (1.47)$$

$$TAECB_t = a_2 + \sum_{i=1}^p C_{2i} LIIP_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} TAECB_{t-i} + \varepsilon_{2t} \quad (1.48)$$

Де $LIIP$ позначає певний показник зобов'язань відповідно до міжнародної інвестиційної позиції. $LDIE$ – Прямі інвестиції в акції, $LDID$ – Прямі інвестиції в боргові інструменти; $LPIE$ – Портфельні інвестиції в акції; $LPID$ – Портфельні інвестиції в боргові інструменти.

У моделях в 1.32 – 1.48: ε – це параметр білого шуму (помилка); α – константа; β , γ і C – оцінені коефіцієнти, p – обраний порядок відставання (лаг). Моделі оцінюються наступним чином. Насамперед, оцінюється необмежена VAR. Потім перевіряється причинність Грейнджера, і будуються імпульсні реакції змінних. Оптимальна кількість довжини лагу була обрана з урахуванням критеріїв AIC та SIC.

У дослідженні також застосовуються моделі побудовані з використанням методу найменших квадратів (OLS), основними рисами яких є: можливість оцінити великий масив даних у часовій структурі, зведення всіх обчислювальних процедур до простого обчислення коефіцієнтів і доступність

математичних висновків. У загальному вигляді модель представляється в такому вигляді:

$$Y = a + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n + \varepsilon_i \quad (1.49)$$

де Y – ендогенна, залежна, досліджувана змінна, x_1, x_2 і x_n – екзогенні змінні моделі, β_1, β_2 і β_n – коефіцієнти регресії, ε_i – вектор помилок моделі.

Лінійна модель проста і зрозуміла для аналізу. Ґрунтуючись на отриманих коефіцієнтах регресії, можна судити про те, як той чи інший фактор впливає на результат, і робити необхідні висновки на цій основі. Велика кількість реальних процесів в економіці та бізнесі можна описати з достатньою точністю за допомогою лінійних моделей.

У дисертаційному дослідженні за допомогою OLS моделей та методу дослідження подій аналізується вплив оголошень Європейського центрального банку, Федеральної резервної системи і центрального банку Японії про застосування нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові показники України. При аналізі були враховані заяви щодо використання різних нетрадиційних програм монетарної політики, які важко виокремити, тому що інструменти були розроблені, щоб бути взаємодоповнюючими. Наприклад, вважається, що придбання активів дає сильний сигнал про те, що ставки політики залишатимуться низькими протягом тривалого періоду часу, а політика від'ємних відсоткових ставок підтримує канал перебалансування портфеля, заохочуючи банки кредитувати широку економіку замість накопичення ліквідності. Але за допомогою методу дослідження подій і виділення оголошень щодо окремої програми нетрадиційної монетарної політики цю проблему можна вирішити.

Щоб оцінити вплив нетрадиційних заходів монетарної політики ЄЦБ, ФРС і центрального банку Японії на українську економіку використовуються прес-релізи цих фінансових регуляторів. На основі цих даних і використання методології дослідження подій була створена база даних нетрадиційних оголошень монетарної політики для центральних банків за період з 1 січня 2008 року до 31 грудня 2019 року (див. додаток В табл. В.1, В.2, В.3). Вони є

незалежними змінними, які приймають значення 1 в день оголошення нетрадиційної монетарної політики і 0 в інші дні, таким чином показники нетрадиційної монетарної політики моделюються у вигляді двійкової змінної. Залежними змінними є: обмінний курс національної валюти щодо євро, єни і долара США, індекс фондового ринку, який вимірюється за індексом MSCI України, тримісячна ставка міжбанківського кредитування, дохідність дворічних суверенних облігацій з 26 серпня 2011 року, у зв'язку з наявністю даних, і спреда 5 і 10 річних кредитних дефолтних свопів в дол. США, євро і японській єні. Контрольними змінними є: відсоткова ставка ЄЦБ і ЦБ Японії, та ставка за федеральними фондами ФРС; Європейський базовий індекс волатильності VSTOXX, для США – індекс волатильності S & P 500, для Японії – індекс волатильності акцій NIKKEI, відсоткова ставка Центрального банку України, і лагова залежна змінна. Контрольні змінні були включені в модель для того щоб обійти проблеми ендогенності, щоб правильно оцінити вплив монетарної політики й фінансового стресу на динаміку фінансових показників. Всі щоденні фінансові дані були отримані з бази даних Thomson Reuters Data Stream. Модель має такий загальний вигляд:

$$Y_t = c + \beta_1 UMP_{j,t} + Y_{t-1} + \beta_2 IR_NBU_t + \beta_3 IR_CB_{j,t} + \beta_4 Vol\ Index_{j,t} + \varepsilon_t \quad (1.50)$$

Де Y_t є залежною змінною (обмінний курс, індекс фондового ринку (MSCI), тримісячна ставка міжбанківського кредитування (INTERBANK 3M), прибутковість за 2-річними суверенними облігаціями (2Y ZERO YIELD), спреда 5 і 10 річних дефолтних кредитних свопів (CDS)). UMP – оголошення щодо заходів нетрадиційної монетарної політики, Y_{t-1} – лагова залежна змінна, яка була включена в зв'язку з тим, що інвестори розглядають зміни в минулому для прийняття рішень сьогодні. Для простоти і для підтримки узгодженої основи моделювання у всіх оцінках враховується лаг першого порядку. IR_NBU – відсоткова ставка Національного банку України, IR_CB – відсоткова ставка центрального банку, монетарна політика якого досліджується, $Vol\ Index$ – індекс волатильності, j – центральний банк, який застосовував нетрадиційні

заходи, ε – помилка; c – константа; β – коефіцієнти. Дана модель була побудована окремо для кожного банку і для кожного нетрадиційного заходу монетарної політики. Зведені статистичні дані для моделей 1.32-1.50 представлені у додатку В, табл. В.4–В.10

Вченими було зроблено вагомий внесок у розвиток методології дослідження, але вони не є вичерпними, деякі є специфічними і можуть застосовуватися лише для дослідження в окремій країні, чи окремо вивчається тільки один інструмент нетрадиційної монетарної політики, а постійні зміни у світовій економіці потребують подальшого розвитку методів дослідження. Ґрунтуючись на цьому були розроблені авторські моделі дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн.

Висновки до розділу 1

Узагальнення та системний аналіз теоретичних основ дослідження монетарної політики, як основного з факторів економічного розвитку країн, дає підстави для таких висновків:

1. Економічний розвиток країни обумовлений багатьма факторами серед яких монетарна політика держави є непрямим фактором та виконує функції формування вартості капіталу, створення сприятливих умов доступу до фінансових ресурсів та регулювання ділової активності. Світова фінансова криза 2008 року призвела до трансформації монетарної політики. Монетарні регулятори багатьох розвинених країн почали застосовувати нові методи, які в економічній літературі отримали назву «нетрадиційна монетарна політика». Основними нетрадиційними методами монетарної політики є: заходи кількісного, кредитного і якісного пом'якшення, попереднє керівництво та від'ємні відсоткові ставки, які відрізняються між собою умовами проведення, впливом на баланс центрального банку та на різні сегменти фінансового ринку, а також цілями.

2. Аналізуючи різні підходи, методологічні засади та результати наукових досліджень щодо нетрадиційної монетарної політики та її впливу на економічний розвиток країн, слід зазначити, що існують докази як про позитивні, так і негативні результати. Разом з тим, при всій широті й глибині проведених досліджень в області монетарного регулювання і аналізу нетрадиційної монетарної політики, вони все ж не є вичерпними з огляду на швидкість зміни економічної ситуації у світі, що відповідно вимагає розвитку нових наукових гіпотез і досліджень.

3. Монетарна політика є непрямим фактором економічного розвитку і не може напряду впливати на економічне зростання країни, її вплив передається в економіку за рахунок каналів передачі трансмісійного механізму і, найперше через фінансові ринки країн. Виходячи з цього автором запропоновані власні моделі дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн, за допомогою яких передусім вивчається вплив на фінансові показники як розвинених країн, які проводять нетрадиційну монетарну політику, так і країн з ринком, що формується. Це обумовлено тим, що сьогодні країни з ринком, що формується стають все більш інтегрованими у світову фінансову систему, а процеси глобалізації та інтеграції посилюють взаємозалежність національних економік. Як результат, рішення монетарних органів розвинених країн - через канали передачі монетарної політики, зокрема канал сигналізації, канал перебалансування портфеля, канал міжнародної ліквідності - впливають на економіку та фінансові ринки інших країн.

4. У результаті дослідження з'ясовано, що зміни в обсязі балансу центрального банку, монетарної бази та відсоткової ставки впливають на такі фінансові показники, як рівень інфляції, спреди кредитних дефолтних свопів, дохідність державних облігацій, обмінні курси, фондові індекси, міжбанківські ставки та трансграничні потоки капіталу.

Основні результати дослідження першого розділу представлені в таких роботах автора: [2, 39, 40, 49]

РОЗДІЛ 2

СВІТОВИЙ ДОСВІД ЗАСТОСУВАННЯ НЕТРАДИЦІЙНИХ МЕТОДІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

2.1. Аналіз реалізації нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії

Серед розвинених країн світу Японія є другою економікою і займає провідні позиції у всіх сферах світової економіки. Центральний банк Японії є першим банком, яким були схвалені й застосовані нетрадиційні методи монетарної політики. Центральний банк почав проводити раніше невживані заходи монетарної політики ще з кінця 90-х років минулого століття, прикладом є політика нульової відсоткової ставки.

Причиною переходу банку Японії до нетрадиційної монетарної політики, було те, що економічний розвиток Японії наприкінці минулого століття характеризувався затяжною стагфляцією.

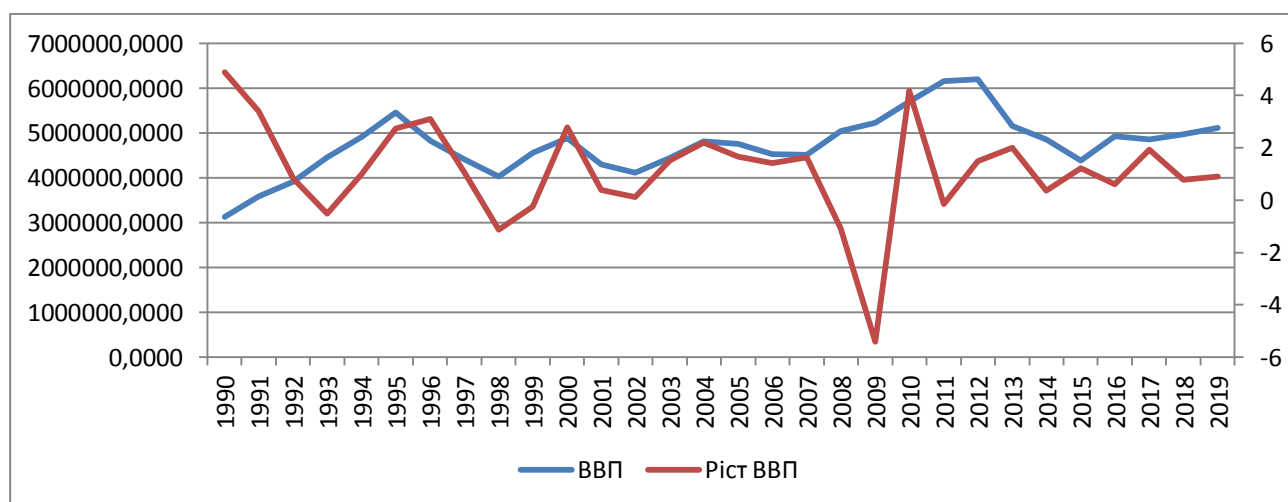


Рис. 2.1. ВВП Японії (млн дол. США) та приріст ВВП (% відносно попереднього року) 1990–2019 роки.

Джерело: [210]

На початку 1990-х років Японія зазнала краху сфери нерухомості, і це стимулювало розвиток фінансової кризи в другій половині 1990-х років. Першим показником, який це доводить, є валовий внутрішній продукт. Валовий

внутрішній продукт Японії з 1990 до 1995 рр. збільшувався, але приріст ВВП не був значним. Протягом наступних трьох років спостерігається зниження даного показника, і приріст ВВП має від'ємне значення. У 1999 році можемо спостерігати різке зростання ВВП, але в наступні роки знову зниження. Протягом усього досліджуваного періоду показник ВВП в дол. США і приріст ВВП мають зигзагоподібний тренд, практично щороку спостерігається зміна то в позитивну, то в негативну сторону (див. рис. 2.1).

Спостерігається також зниження показника головного індексу фондового ринку Японії – Nikkei 225. Індекс обчислюється як просте середнє арифметичне цін акцій 225 найбільших компаній першої секції Токійської фондової біржі.

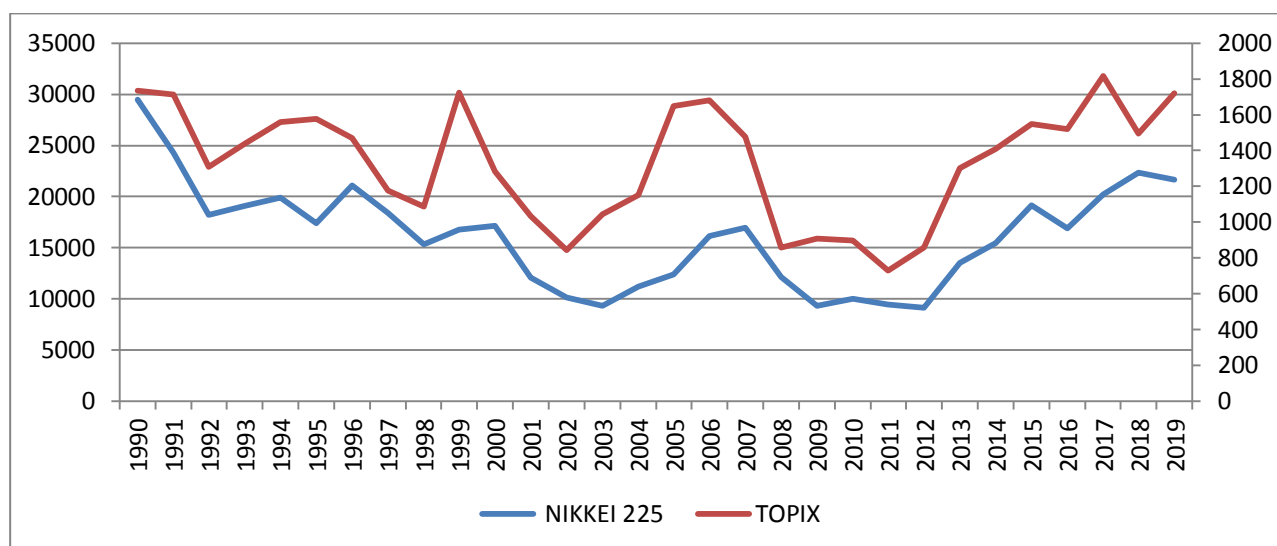


Рис. 2.2. Індекс Nikkei 225 та Індекс Токійської біржі (допоміжна вісь)

Джерело: [202]

Можна спостерігати неоднозначну тенденцію показників фондових індексів, але чітко помітно, що саме в кризові роки відбувається різке падіння індексів, а саме в 1992 році, 2001–2003 роки, і різкий обвал 2008 року.

Для оцінки економічного стану країни важливу роль грає також показник рівня інфляції (див рис. 2.3). Так з 1990 до 1996 рр. річний рівень інфляції в Японії знизився з 3% до 0,1%. У 1997 році спостерігається збільшення ІСЦ до 1,8%, але потім знову зниження інфляції і у підсумку з 1999 до 2005 року спостерігається дефляція.

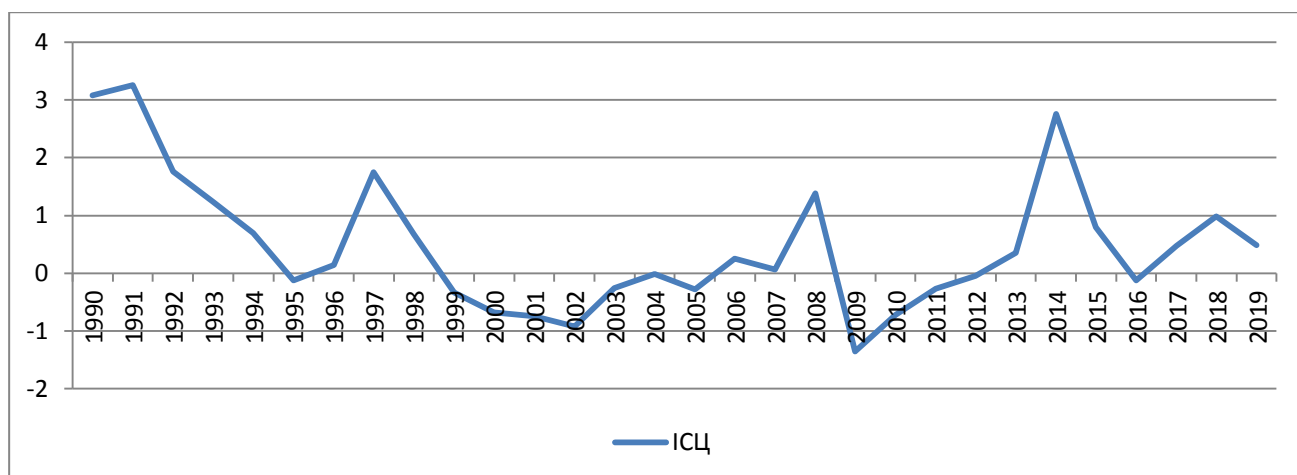


Рис. 2.3. Рівень інфляції в Японії (%)

Джерело: [130]

Дефляційні тенденції також спостерігалися і в період світової фінансової кризи, коли даний показник приймає значення -1,4%. І тільки у 2014 році рівень інфляції досягає показника 2,8%. Низькі темпи інфляції не стимулюють економічне зростання.

Ще одним важливим показником для економічного зростання Японії є обмінний курс єни.

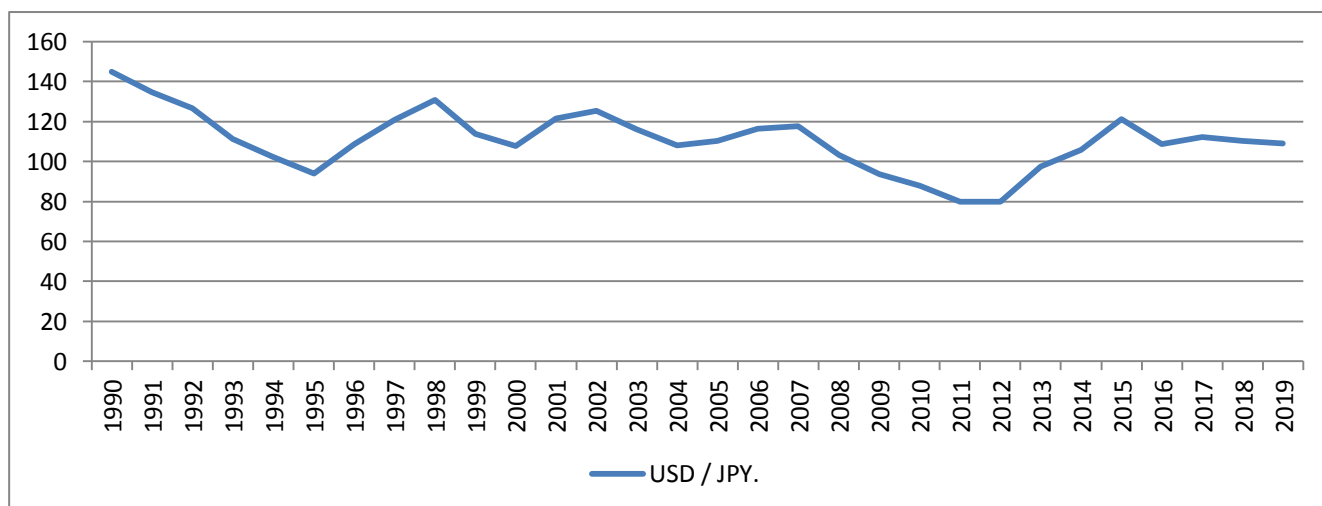


Рис. 2.4. Номінальний обмінний курс USD/JPY.

Джерело: [57]

Японська єна до долара США 1990–1993 рр. зміцнилася на більше ніж 24 відсотки, а потім девальвувала. Практично щороку протягом досліджуваного періоду Японська єна щодо долара змінювала свій тренд з девальвації на ревальвацію і навпаки. З 2007 року відбувається укріплення обмінного курсу, і

найменше значення обмінного курсу спостерігається у 2011 році, коли дорівнювало 80 єн за 1 дол. США. Оскільки економіка Японії експортно орієнтована, занадто високий курс єни є не вигідним.

Японська економіка, виходячи з проведеного аналізу, опинилася під загрозою запуску «дефляційної спіралі», процес при якому зниження економічного розвитку викликає дефляція – зниження цін. У свою чергу, це призводить до подальшого зростання дефляційних очікувань, внаслідок чого економічні агенти можуть знижувати обсяги інвестицій, що надалі призводить до додаткового падіння попиту, що ще більше стимулює падіння цін на товари та скорочення обсягів виробництва. Такі несприятливі ринкові зміни на початку 90-х років минулого сторіччя, і в період фінансової кризи 2008–2009 рр., негативно позначилися на настроях фірм і домашніх господарств, а також на майбутніх перспективах економіки Японії.

У такій ситуації уряд Японії пішов на досить ризиковані та сміливі дії, і почав застосовувати нові методи регулювання, зокрема, це стосувалося і монетарної політики. І першим запобіжним заходом, який раніше не застосовували, була політика нульової відсоткової ставки. До кризи нульова нижня межа обговорювалася серед вчених, але не отримала широкого визнання в якості серйозної політичної проблеми. Однак Японія опинилася в винятковій ситуації. Зокрема, у лютому 1999 року центральний банк прийняв рішення заохочувати значення ставки «овернайт» протягом ночі на як найнижчому рівні, що означає практично нульовий відсоток, надаючи ринку більше коштів, ніж необхідно фінансовим установам для виконання своїх резервних вимог [164]. У зниженні відсоткової ставки центральний банк Японії спочатку націлювся на показник 0,15% з подальшим зниженням. (див. табл. 2.1).

Голова центрального банку Японії на прес-конференції, відразу ж після квітневого засідання Комісії з монетарної політики 1999 року, неофіційно висловив свою думку про те, що Банк Японії буде підтримувати свою політику нульової відсоткової ставки «до тих пір, поки дефляційні проблеми не будуть вирішені» [194]. Незалежно від того, що керівництво було дано неофіційно, ця

заява може бути прикладом попереднього керівництва, і вважається комунікаційною стратегією центрального банку, щоб провести додаткове пом'якшення монетарної політики, зробивши більш тривалу політику нульової відсоткової ставки, ніж очікують домогосподарства і ринки.

Таблиця 2.1

Відсоткова ставка центрального банку Японії

Дата зміни	Відсоткова ставка
28.02.1999	0,15
29.10.1999	0
31.08.2000	0,25
30.03.2001	0,15
31.07.2006	0,25
28.02.2007	0,5
31.10.2008	0,3
31.12.2008	0,1
29.02.2016	-0,1
22.05.2020	-0,1

Джерело: [57]

Але політика нульової відсоткової ставки в Японії не тривала довго. Рішення про припинення проведення даної політики було прийнято у 2000 році. Але показник інфляції все ще мав від'ємне значення (див. рис. 2.3). Таким чином, важко говорити, що дефляційні проблеми були вирішені. Але ставка рефінансування була піднята до 0,25%. Правлінням центрального банку було оголошено, що припинення дії політики нульової відсоткової ставки означає:

- коригування ступеня пом'якшення монетарної політики відповідно до поліпшення економіки;
- ставка центрального банку після цього буде як і раніше вкрай низькою і буде сприяти відновленню економіки;
- припинення політики може підвищити впевненість громадськості в тому, що економіка відновлюється і це посилить динамізм ринків [194].

Через наявність дефляції під час скасування політики, багато вчених поділяло думку про те, що рішення центрального банку Японії було

недоречним, раптовим і несвоєчасним і негативно позначилося на довірі до цієї організації.

Після серпня 2000 року незабаром стало очевидно, що японська економіка постраждала від кризи у сфері інформаційних технологій в США в тому ж році. Відповідно, експорт і виробництво різко впали на початку 2001 року, а темпи зміни інфляції залишилися негативними. У цьому середовищі в березні 2001 року центральний банк Японії прийняв нову систему пом'якшення монетарної політики під назвою «кількісне пом'якшення». Новий вектор монетарної політики центрального банку Японії складався з двох основних елементів. Першим елементом є кількісне пом'якшення, яке передбачало пряму купівлю державних цінних паперів Японії. У рамках цієї політики основний операційний цільовий показник для операцій на грошовому ринку був перенесений з відсоткової ставки на баланс центрального банку, у результаті чого баланс ЦБ поступово збільшувався, а також ставка рефінансування залишалася на нульовому рівні. У результаті баланс ЦБ Японії збільшився у декілька разів з початкових 5 трлн. єн у 2001 р., до 30–35 трлн. єн у січні 2004 року у відповідь на погіршення економічного стану країни [57].

Банк Японії також надав попереднє керівництво, яке є другим компонентом, прийнявши чітку позицію підтримки політики QE до тих пір, поки стан основного індексу споживчих цін не буде реєструватися зі стабільним ростом в річному обчисленні. Попереднє керівництво було уточнено в жовтні 2003 року шляхом введення двох умов виходу з політики кількісного пом'якшення: найостанніші опубліковані основні індекси споживчих цін будуть зареєстровані на рівні нуля відсотків або вище, і це буде зберігатися протягом як мінімум кількох місяців, а також прогнозований базовий ІСЦ буде зафіксований на рівні не нижче нуля [194].

Загалом новий вектори монетарної політики ЦБ Японії був спрямований на зниження майбутніх відсоткових ставок шляхом заохочення ринкових очікувань того, що практично нульова відсоткова ставка буде зберігатися

протягом деякого часу в майбутньому навіть після того як, економічні умови покращаться.

Для аналізу впливу першого раунду політики кількісного пом'якшення центрального банку Японії на фінансові показники країни були побудовані та оцінені VAR моделі 1.32 -1.37 на основі місячних даних з періодом дослідження січень 2000 – грудень 2006 рр. Результати проведених досліджень представлені в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

Результати тесту Гренджера для моделей 1.32–1.37 відносно першого раунду політики кількісного пом'якшення ЦБ Японії

Індикатори	Лагові значення		
	AssetsCB	Monetary Base	CBrate
JY10	0,16 (0,68)	2,63 (0,62)	0,05 (0,81)
NIKKEI 225	14,10 (0,00) ^a	12,33 (0,00) ^a	4,22 (0,03) ^b
TOPIX	12,62 (0,00) ^a	13,06 (0,00) ^a	6,03 (0,01) ^a
CPI	10,43 (0,06) ^c	15,19 (0,00) ^a	4,38 (0,11)
JPY/USD	1,07 (0,30)	6,73 (0,15)	3,39 (0,06) ^c

Примітка: В таблиці представлений односторонній зв'язок фінансових змінних зі змінними, які представляють нетрадиційні методи монетарної політики (повні результати моделей представлені в додатку Д, табл. Д.1) Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда є Р-значеннями: a, b, c представляють рівні значущості 1%, 5% і 10% відповідно.

Джерело: розраховано автором

Політика кількісного пом'якшення банку Японії позитивно вплинула на фондовий ринок, зі збільшенням обсягу активів центрального банку і монетарної бази помітне зростання індексів фондового ринку, це також можна помітити на графіках імпульсних відповідей. Де чіткий тренд помітний вже з другого періоду (див. додаток Д, табл. Д.2).

Через те, що Японія досить маленька держава, головною рушійною силою економічного розвитку є експорт, для якого знецінення єни є важливим фактором. У досліджуваній період простежувалося зростання експорту (див. рис 2.5). І вплив нетрадиційної монетарної політики на обмінний курс є одним з факторів покращення цього показника, зокрема зниження відсоткової ставки центрального банку стимулювало девальвацію єни.

Що стосується змін цін, основний індекс споживчих цін, який в кінці 1990-х років перейшов на негативну територію і залишився більш-менш на етапі помірної дефляції, нарешті, виявився позитивним у кінці 2005 року. За цим настало збільшення інфляції з початку 2006 року. На показник інфляції, згідно з результатами моделі, вплинули змінні обсягу балансу центрального банку і монетарної бази, при зміні цих показників простежується зростання індексу цін.

Таким чином, після спаду, економіка Японії нарешті змогла увійти у фазу відновлення, і правління центрального банку Японії вважало, що індекс споживчих цін, ймовірно, буде поступово підвищуватися на основі таких міркувань: позитивна інфляція з кінця 2005 року до січня 2006 року; очікувані більш жорсткі умови на ринку праці, частково в результаті зростання економічної активності; і зростання інфляційних очікувань фірм і домашніх господарств. Збільшення міжнародних цін на сировинні товари також сприяло зростанню інфляційних перспектив. Загалом очікувалося що інфляція до 2007 року досягне 1% [57]. І в березні 2006 року правління банку Японії прийшло до висновку, що настав час вийти з політики кількісного пом'якшення, оскільки умови, зазначені в зобов'язаннях, були виконані. У результаті центральний банк, у світлі сприятливих змін в економічній діяльності та цінах, прийняв рішення підвищити відсоткової ставки з нуля до 0,25% у 2006 році й до 0,5% у 2007 році (див. табл. 2.1), Центральним банком Японії також було введено поняття стабільності цін, рівень інфляції повинен залишатися приблизно між нулем і 2%, при цьому медіана становить 1%. Але, з плином часу, згідно з показником інфляції, її рівень не збільшилася, і вихід з політики кількісного пом'якшення був передчасним.

Питання про те, чи політика кількісного пом'якшення Японії 2001–2006 років досягла очікуваних результатів, є дискусійним питанням. Але ця політика і приклад Японії, призвели до розробки нових методів регулювання, що у свою чергу значно вплинуло на монетарну політику у світі в наступні роки, як з точки зору теорії, так і практики.

Глобальні економічні умови різко погіршились в кінці 2008 року з посиленням потрясінь у фінансових системах США та Європи й на світових фінансових ринках. Експорт Японії значно скоротився через різкі спади економіки у закордонних торгових партнерів. Більш того, єна почала укріплюватися щодо долара США (див рис. 2.4).

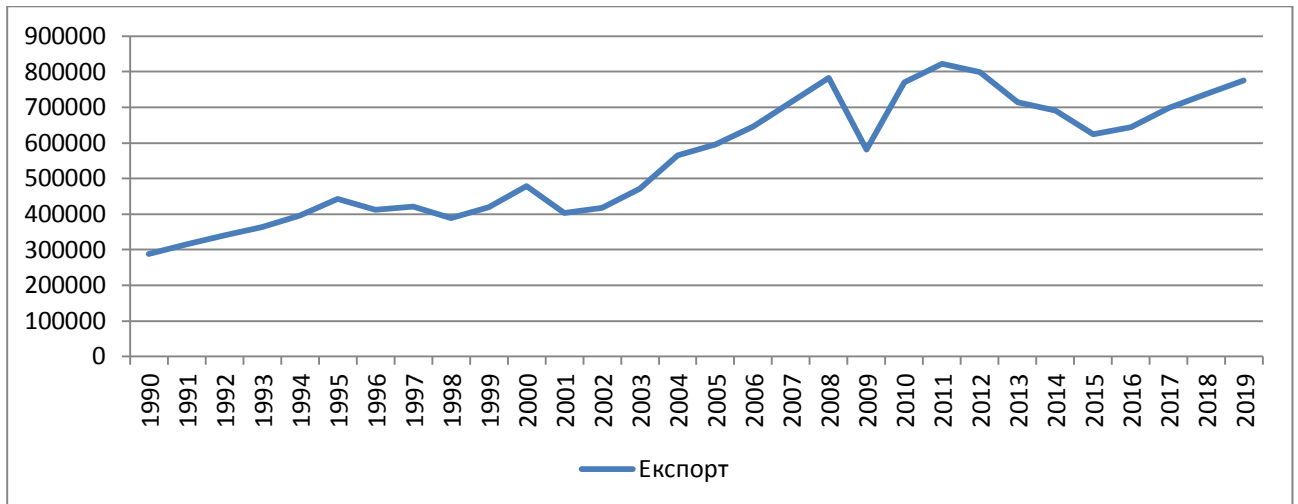


Рис. 2.5. Експорт Японії 1990 – 2019 рр. (млн дол. США)

Джерело: [130]

Індекс споживчих цін швидко збільшився і перевищив 1,4% на початку 2008 року, що пояснюється головним чином зростанням цін на сировинні товари. Після цього вплив цін на сировинні товари поступово слабшав, і рівень інфляції почав знижуватися до кінця 2008 року (див. рис.2.3).

На цьому тлі урядом Японії була прийнята серія адаптивних заходів монетарної політики. По-перше, ставка рефінансування була знижена два рази: з 0,5% до 0,3% у жовтні 2008 року і до приблизно 0,1% у грудні 2008 року. У жовтні 2008 року був створений додатковий депозитний фонд.

По-друге, в грудні 2009 року Банк Японії застосував тримісячні операції з надання коштів під заставу з фіксованою відсотковою ставкою (0,1%) загальною сумою в 10 трлн. єн. Ці операції були спрямовані на подальше зниження відсоткової ставки на грошовому ринку. У березні 2010 року обсяг цих операцій був збільшений до 20 трильйонів єн. У серпні 2010 року була введена додаткова шестимісячна операція з надання коштів з максимальною

сумою в 10 трлн. єн, при цьому загальна сума, надана в рамках цієї операції, становила до 30 трлн. єн.

По-третє, в грудні 2008 року були створені спеціальні фонди-постачання зі сприяння корпоративного фінансування для забезпечення стабільності на фінансових ринках. Центральний банк Японії надав фінансовим установам необмежений обсяг коштів (стільки, скільки вони хотіли б отримати) від вартості корпоративного боргу, представленого в центральному банку Японії в якості застави. Діапазон корпоративного боргу, прийнятного як застава, також був розширений за рахунок ослаблення критеріїв кредитного рейтингу з «А-рейтингом або вище» до «ВВВ-рейтингу або вище» [57; 194].

По-четверте, розуміння поняття середньо- і довгострокової цінової стабільності, яка була введена за допомогою попереднього керівництва у 2006 році, було уточнено у 2009 році, виключаючи можливість нульового значення інфляції. Відбулася заміна на позитивний діапазон 2% або нижче з серединою близько 1%. Це було зроблено для усунення стурбованості громадськості тим, що інфляція в розмірі нульового відсотка допускатиметься центральним банком і буде вважатися нормою.

Не дивлячись на прийняті заходи значного покращення економіки не відбулося, відсоткові ставки фактично знаходилися на нульовій нижній межі, тож в таких умовах центральний банк Японії повинен був придумати інші методи для стимулювання економічного зростання. І у 2010 році стартував другий раунд політики кількісного пом'якшення, яка отримала назву «Комплексне монетарне пом'якшення» (СМЕ). Відповідно до СМЕ, центральний банк Японії знизив ставку рефінансування до 0%. Оскільки ставка рефінансування виступає як еталон для вимірювання довгострокових ставок за іпотечними кредитами, позиками і корпоративними облігаціями та надає знижувальний тиск на прибутковість держоблігацій, що у свою чергу знижує витрати на фінансування та сприятиме росту економічної активності фірм і домогосподарств. Основною метою політики комплексного монетарного пом'якшення було створення більш сприятливого середовища на фінансовому

ринку, надаючи знижувальний тиск на довгострокові ставки, які залишалися позитивними (див. рис. 2.10). Для досягнення даної цілі ЦБ Японії придбав японські урядові облигації (JGBs) зі строком погашення протягом 1–3 роки з дохідністю 0,11%, 0,13% і 0,15%, а також казначейські векселі (T-Bills) комерційні цінні папери (CP), корпоративні облигації біржових фондів (ETF) і японських інвестиційних трестів (J-REIT) [57].

З кожним роком в рамках програми СМЕ обсяг грошей, які готовий був витратити національний банк Японії на купівлю активів, збільшувався й у січні 2013 року було прийнято рішення розширити її до рівня 111 трлн. єн, який повинен був бути досягнутий до кінця 2014 року (див. рис. 2.6).

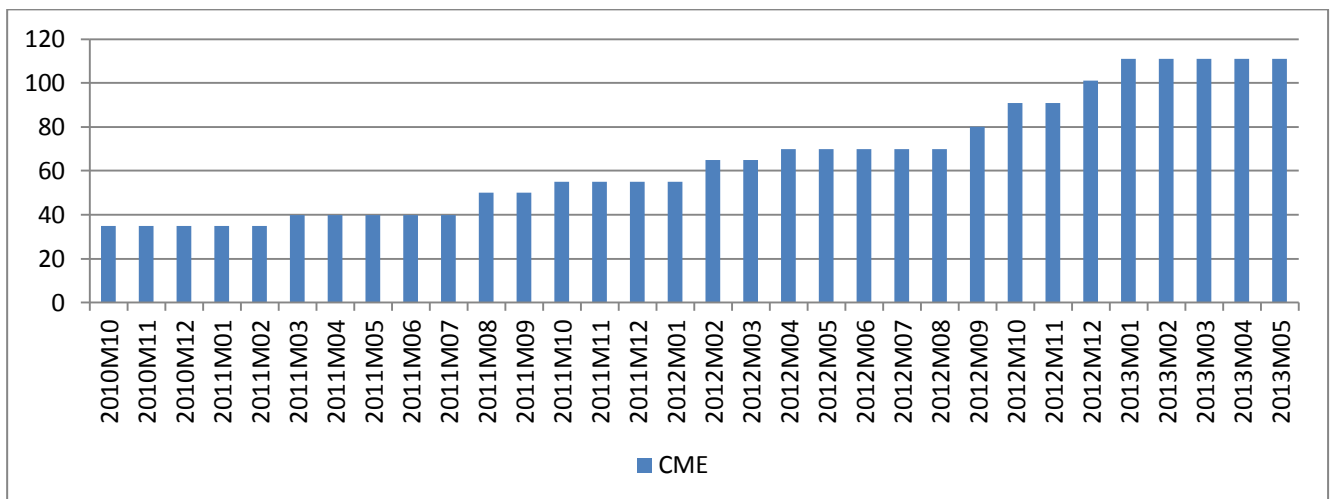


Рис. 2.6. Обсяг купівлі активів банком Японії під час програми комплексного монетарного пом'якшення (трлн. єн)

Джерело: [57]

Завдяки політиці комплексного монетарного пом'якшення відбулося деяке покращення економічних показників, але дефляційні очікування економічних агентів все ще були на низькому рівні. У зв'язку з цим ЦБ Японії у квітні 2013 року одночасно з оголошенням про завершення програми комплексного монетарного пом'якшення (СМЕ), оголосив про подальший розвиток нетрадиційної монетарної політики – початок заходів, які були названі кількісним і якісним пом'якшенням (QQE). QQE було прийнято для досягнення цільового показника стабільності цін на рівні 2% в найкоротші терміни, з тимчасовим горизонтом близько 2 років. Політика складалася з прийняття

контролю за грошовою базою, пов'язаного зі збільшенням купівель японський державних облігацій (JGB) і розширення їх терміну погашення, а також зі збільшенням викупів корпоративних облігацій біржових фондів (ETF) і японських інвестиційних трестів (J-REITs) [57; 194]. Таблиця 2.3 демонструє плани закупівель активів центральним банком Японії.

Таблиця 2.3

Обсяги активів на балансі центрального банку Японії (трлн. єн)

	2012 (фактичні дані)	2013 (прогноз)	2014 (прогноз)
Японські державні облігації	89	140	190
Комерційні папери	2,1	2,2	2,2
Корпоративні облігації	2,9	3,2	3,2
Біржові фонди	1,5	2,5	3,5
Японські інвестиційні фонди	0,11	0,14	0,17
Монетарна база	138	200	270

Джерело: складено автором на основі [57, 136]

Управління монетарною базою є найважливішим елементом QQE; це вказує на зміну основної операційної цілі центрального банку щодо операцій на фінансовому ринку, зі ставки рефінансування на монетарну базу. Зокрема, керівництво щодо проведення операцій було встановлено наступним чином: центральний банк Японії буде проводити операції на грошовому ринку, щоб грошова база збільшувалася в річному темпі приблизно на 60–70 трильйонів єн. Для досягнення цієї цілі обсяг купівлі активів був істотно збільшений. Таким чином, центральний банк вирішив придбати державні облігації з усіма термінами погашення до максимальних 40-річних облігацій, щоб їх сума збільшувалася з річним темпом близько 50 трлн єн. Крім того, банк Японії представив керівництво щодо середнього терміну погашення облігацій і встановив його приблизно 7 років, істотно збільшивши його з 3 років в рамках

програми комплексного монетарного пом'якшення. Державні облигації були найбільш важливими придбаними фінансовими активами. Вважалося, що купівля центральним банком Японії довгострокових державних облигацій призведе до скорочення чистої пропозиції цих облигацій, так що середній термін, погашення JGB, що представлені на ринках, буде скорочено, а це призведе до зниження термінової премії [185].

У результаті застосування нетрадиційних методів монетарної політики монетарна база та баланс центрального банку значно збільшилися (див рис. 2.7; рис. 2.8). У порівнянні з попередніми нетрадиційними програмами, як QE 2001–2006 років, і SME 2010–2012 років, темпи розширення балансу банку Японії з початку 2013 року були дуже швидкими. Баланс центрального банку Японії збільшився з 174 трлн. єн у березні 2013 року до 300 трлн. єн у грудні 2014 року завдяки постійним викупам державних облигацій (JGB), особливо довгострокових. В результаті монетарна база також швидко зросла з 149 трлн. єн до 267 трлн. єн за той же період.

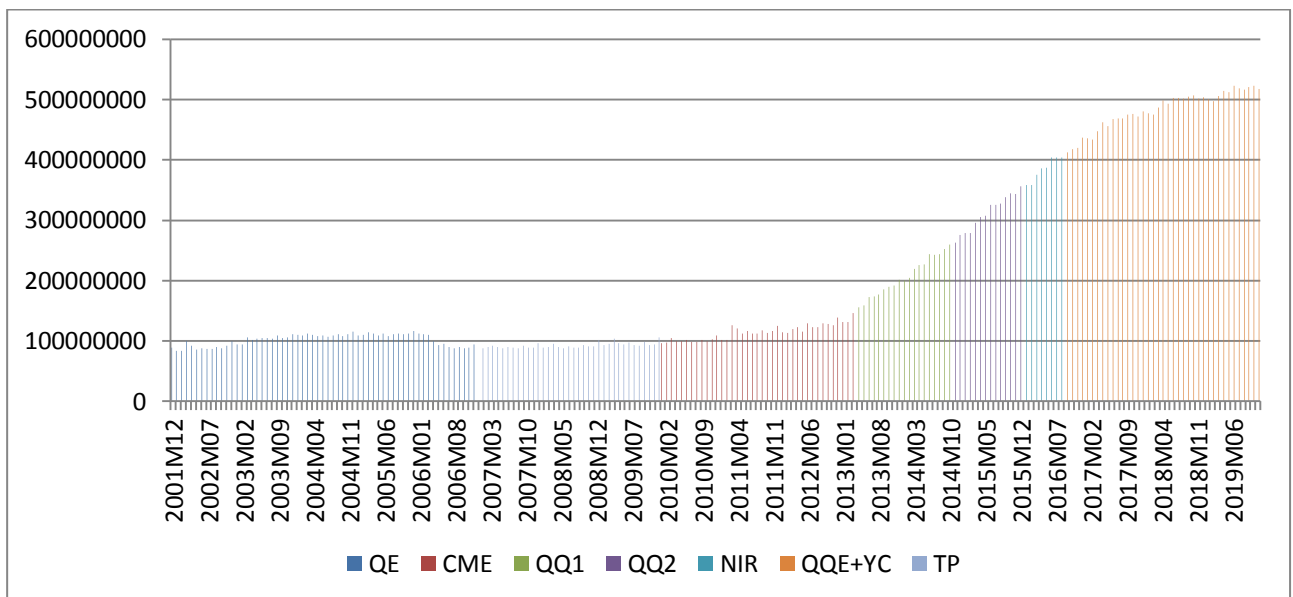


Рис. 2.7 Монетарна база в Японії, грудень 2001 – лютий 2020 рр. (млн єн)
Джерело: [130]

Зниження довгострокових інфляційних очікувань, викликане більш слабким внутрішнім попитом і падінням цін на нафту з середини 2014 року, були тими факторами, що призвели до розширення QQE. У результаті чого,

було збільшено обсяг закупівель державних облігацій до 80 трлн. єн. З метою заохочення подальшого зниження відсоткових ставок по всій кривій прибутковості. На додаток до JGB, Банк Японії вирішив збільшити закупівлі ризикових активів, таких як ETFs та J-REIT. Що стосується комерційних паперів і корпоративних облігацій, центральний банк Японії вирішив продовжити купувати активи, як було встановлено у грудні 2012 року і січні 2013 року, до тих пір, поки їх сума не досягне 2,2 трлн. єн і 3,2 трлн. єн відповідно, і після цього зберегти ці суми в обороті (див табл. 2.3) [136; 164].

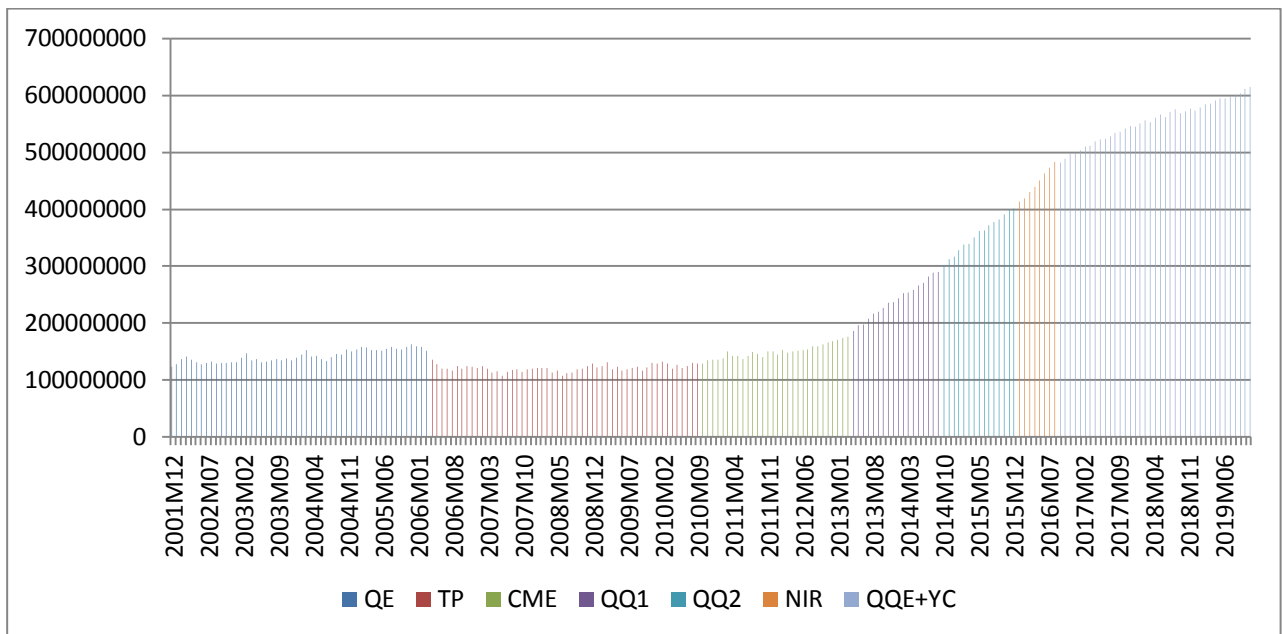


Рис. 2.8. Баланс центрального банку Японії, 2001 –2020 рр. (млн єн)

Джерело: [130]

Очікувалося, що нова нетрадиційна політика кількісного і якісного пом'якшення призведе до того, що інфляція цін на товари буде рости, створюючи умови для сталого зростання; ціни на акції будуть рости, стимулюючи споживчі витрати внаслідок ефекту добробуту; реальні довгострокові ставки знизяться, що призведе до зростання корпоративних і приватних інвестицій; єна буде знецінюватися відносно інших валют, збільшуючи експорт та підвищуючи ціни на імпорт і, таким чином, сприяючи зростанню інфляції.

Монетарна політика QQE центрального банку Японії була успішною в кількох напрямках. Перш за все інфляція залишалася стійкою і позитивною з

червня 2013 року, як показано на рисунку 2.3. Однак після підвищення ставки податку на споживання з 5% до 8% у квітні 2014 року, можна спостерігати зниження інфляції в цьому ж році, хоча показник все ще залишався позитивним. До того ж ціни на акції мали тренд до зростання, покращились показники фондових індексів (див. рис. 2.2) Збільшення цін на акції призвело до значного приросту капіталу на фондовому ринку і позитивному впливу добробуту на споживання (рис.2.9).



Рис. 2.9. Споживання домогосподарств Японії, 1999–2019 рр. (млрд єн)

Джерело: [102]

Після додаткового пом'якшення монетарної політики єна ще більше знецінилася. QQE 2013–2015 роки (без від'ємної відсоткової ставки) призвело до різкого зниження курсу єни. Курс єни до долара, який становив близько 80 єн за долар США у 2011 році знизився до 102 єн за долар у 2013 році (див. рис. 2.4) Розширення QQE 31 жовтня 2014 року призвело до подальшого знецінення єни, що мало позитивний вплив на японську економіку. Завдяки великомасштабним операціям з придбання 10-річних JGB банку Японії вдалося знизити довгострокові відсоткові ставки (див рис. 2.10).

Вперше з кінця 1990-х років такі позитивні зрушення спостерігалися в японській економіці. Однак, попри різке збільшення монетарної бази мета – стабільність цін у 2% – не була досягнута. Таким чином, центральний банк Японії представив нову програму для посилення пом'якшення монетарної політики. Наступним етапом стала політика «від'ємних відсоткових ставок». У січні 2016 року банк Японії оголосив про прийняття політики від'ємних

відсоткових ставок з 16 лютого. Від’ємна відсоткова ставка – ставка, що застосовується центральним банком щодо залишків на поточних рахунках фінансових установ у центральному банку. Основна мета центрального банку полягала в тому, щоб зробити облікову ставку, від’ємною. Проте, політика від’ємних ставок зробила від’ємними не тільки короткострокові, а й довгострокові відсоткові ставки (див рис. 2.10).

Через низку нетрадиційних заходів монетарної політики короткострокова відсоткова ставка була близька до нуля ще до QQE. А довгострокові ставки, навпаки, були значно вище нуля. Однак з розширенням програми QQE розрив між довгостроковими і короткостроковими відсотковими ставками суттєво скоротився. Зокрема, після оголошення політики від’ємних відсоткових ставок як ринкові довгострокові, так і короткострокові ставки впали нижче нуля, і різниця в їх значеннях стала незначною.

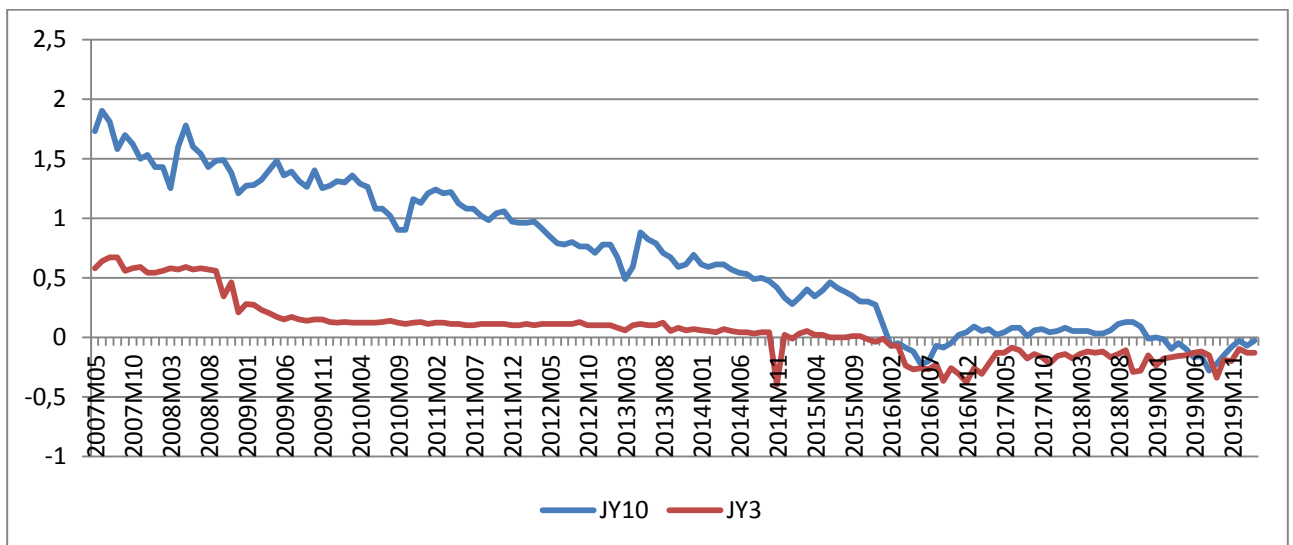


Рис. 2.10. Дохідність 10-річних і 3-річних державних облігацій Японії (%)

Джерело: [57]

Банк Японії прийняв від’ємну відсоткову ставку по частині надлишкових резервів для досягнення 2 відсотків інфляції якомога швидше. Очікувалося, що від’ємна відсоткова ставка буде збільшувати сукупний попит і інфляційні очікування, тим самим прискорюючи шлях до досягнення цілі [50].

Політика від’ємних відсоткових ставок запровадила складну тривірневу систему, в якій залишок на рахунках фінансових установ у центральному банку

був розкладений на три типи, до яких застосовуються 0,1%, 0% і -0,1 % відповідно. Ці відповідні сальдо називаються «Базове сальдо» (Basic Balance), «Макрододатковий баланс» (Macro Addon Balance) і «Баланс відсоткової ставки» (Policy-Rate Balance) відповідно. Відтоді кошти регулярно переводилися між балансами з використанням контрольного коефіцієнта, щоб щомісяця підтримувати непогашену суму на балансі відсоткової ставки [194]. Обґрунтуванням для прийняття трирівневої системи було пом'якшення несприятливого впливу від'ємної відсоткової ставки на прибутковість фінансових установ внаслідок зниження процентного доходу, що виплачується центральним банком Японії. Від'ємні відсоткові ставки викликали серйозну стурбованість з приводу прибутковості фінансових установ, тому що її оголошення було несподіваним і нульова межа все ще залишається актуальною для деяких відсоткових ставок навіть при політиці NIR. Наприклад, ставки банківського кредитування значно знизилися, а ставки за депозитами – ні. Таким чином, більшість японських банків постраждали від суттєвого зниження дохідності своїх кредитних позик, коли довгострокові ставки впали нижче нуля [21, 110].

Наступним кроком центрального банку Японії було прийняття політики контролю кривої прибутковості. Центральний банк Японії вніс істотні зміни в рамки пом'якшення монетарної політики, прийнявши контроль кривої прибутковості в вересні 2016 року. Отже, нетрадиційна монетарна політика діяла тепер в трьох напрямках кількісному, якісному і від'ємної відсоткової ставки.

Основними характеристиками нової політики кількісного та якісного пом'якшення з контролем кривої прибутковості є:

- центральний банк Японії контролює як короткострокову так і довгострокову ставку, щоб вони становили мінус 10 б.п. і близько нуля відсотків відповідно;
- обсяг закупівель державних облігацій залишається незмінним, близько 80 трлн єн на рік;

– продовжується купівля акцій біржових фондів (ETF) і інвестиційних фондів Японії (J-REIT) щорічний розмір яких складає 6 трлн. єн і 900 млрд єн, відповідно, обсяг комерційних і корпоративних паперів триматиметься колишніх рівнів у 2,2 трлн. єн і 3,2 трлн. єн, відповідно.

– центральний банк представив два нові інструменти ринкових операцій: прямі купівлі JGB зі встановленою ним прибутковістю і операції з надання коштів за фіксованими ставками з терміном погашення до 10 років (раніше один рік).

– банк Японії буде застосовувати QQE з контролем кривої прибутковості, поки не досягне своєї мети 2 % інфляції. Зокрема, він продовжить свою політику розширення монетарної бази до тих пір, поки рівень інфляції «перевищить 2 відсотки і буде стабільно перевищувати цей цільовий показник» [192].

Виходячи з основних положень політики кількісного та якісного пом'якшення з контролем кривої прибутковості, слід зазначити, що головною операційною ціллю центрального банку Японії є відсоткові ставки тому, що його нетрадиційна монетарна політика спрямована на формування такої кривої прибутковості, яка є найбільш придатною для підтримки монетарного стимулу з досягнення стабільності цін у 2 відсотки.

Найбільш відповідна форма кривої прибутковості не може бути сформована шляхом фіксування кількості закупівель активів в якості операційної мети. Це пов'язано з тим, що навіть при купівлі тієї ж суми активів ступінь зниження відсоткових ставок залежить від економічних умов, інфляції, а також стану фінансового ринку. А контроль кривої прибутковості дозволяє банку гнучко і ефективно купувати потрібну кількість активів для досягнення операційних цілей політики. Завдяки політиці кількісного і якісного пом'якшення з контролем прибутковості центральний банк може досягти необхідного рівня відсоткової ставки здійснюючи менші обсяги закупівель активів. Контроль кривої прибутковості розроблений так, щоб бути гнучким і стійким, завдяки чому може бути досягнутий найбільш відповідний рівень

відсоткових ставок відповідно до змін в економічній активності, цінах і фінансових умовах [164].

У результаті нетрадиційної монетарної політики з контролем прибутковості дохідність облігацій не мала сильних стрибків чи падінь, дана політика вирівняла всю криву прибутковості та призвела до значного зниження довгострокової прибутковості (див. рис. 2.10). Дана політика також мала вплив на обмінний курс єни до долара. На початку запровадження цієї політики єна щодо долара США знецінилася з 118,7 до 121 єни за 1 долар, але пізніше обмінний курс коливався в діапазоні 100 – 106 єн (див. рис. 2.4). Індекс Nikkei 225 також як і обмінний курс спочатку виріс з 17,164 до 17,518, але потім знизився і середня ціна акцій Nikkei 225 коливалась в діапазоні від 16 000 до 17 000 (див. рис. 2.2)

Важливі корегування нетрадиційної монетарної політики банк Японії зробив у липні 2018 року під назвою «Зміцненням основи безперервного потужного механізму пом'якшення монетарної політики». Згідно з цими корегуваннями, було прийнято попереднє керівництво щодо двох ставок, а саме щодо 10-річної прибутковості державних облігацій і від'ємної відсоткової ставки. Банк Японії ввів верхній і нижній діапазон $\pm 0,2\%$ для 10-річної відсоткової ставки, на відміну до попереднього цільового діапазону $\pm 0,1\%$. Прийняття діапазону допомогло підвищити прибутковість довгострокових облігацій, що було вигідно для власників довгострокових облігацій, таких як страхові компанії та регіональні банки. Це також призвело до трохи більш високої нової кредитної ставки для банків. Більш того, в заяві вказано, що сума залишків на поточних рахунках, до якої застосовується від'ємна відсоткова ставка, буде зменшена до 10 трлн. єн. Це було явною ознакою, що центральний банк Японії стурбований негативним впливом від'ємної відсоткової ставки на банки. В рамках даної політики центральний банк Японії вирішив купувати ETF більш гнучко, купуючи більше, коли відбуваються різкі падіння, і менше, коли відбуваються легкі падіння. Це дозволило центральному банку спокійно

скоротити щорічну суму з придбання активів – так зване «приховане звуження» [185].

Відтоді дохідність 10-річних державних облігацій перевищувала 0,1% більшу частину періоду дослідження. Дії центрального банку Японії дозволили уникнути різкого підвищення курсу єни та різкого падіння цін на акції, що свідчить про те, що ринок не розглядав ці коригування як більш агресивну позицію. За допомогою регресійних моделей було перевірено та ще раз підтверджено гіпотезу позитивного впливу нетрадиційних методів монетарної політики, застосованих в період з 2010 року до лютого 2020 року, на фінансові показники Японії. Результати регресійного аналізу представлені в таблиці 2.4.

Таблиця 2.4

Результати тесту Гренджера для моделей 1.32 –1.37 відносно нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії

Індикатори	Лагові значення		
	AssetsCB	Monetary Base	CBrate
JY10	11,93 (0,04) ^b	12,74 (0,01) ^a	0,19 (0,65)
NIKKEI 225	9,60 (0,08) ^c	7,92(0,09) ^c	2,17 (0,33)
TOPIX	6,53 (0,01) ^a	10,91 (0,03) ^c	1,60 (0,20)
CPI	6,62 (0,15)	6,44 (0,16)	0,73 (0,86)
JPY/USD	20,81 (0,00) ^a	4,90 (0,29)	0,08 (0,95)
JCDS5Y\$	19,46 (0,00) ^a	11,41 (0,00) ^a	4,02 (0,04) ^b
JCDS5YY	12,94 (0,02) ^b	18,88 (0,00) ^a	5,64 (0,01) ^a
JCDS10Y\$	23,36 (0,00) ^a	16,92 (0,00) ^a	7,91 (0,01) ^a
JCDS10YY	15,15 (0,01) ^a	13,18 (0,02) ^b	19,04 (0,00) ^a

Примітка: В таблиці представлений односторонній зв'язок фінансових змінних зі змінними, які представляють нетрадиційні методи монетарної політики (результати моделей в повному обсязі представлені в додатку Д, табл. Д.3). Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда є Р-значеннями: а, b, с представляють рівні значущості 1%, 5% і 10% відповідно.

Джерело: розраховано автором

У результаті заходів нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії які призвели до збільшення обсягів балансу та монетарної бази центрального банку Японії вплинули на дохідність державних облігацій. Взаємозв'язок між показниками є зворотнім, тобто з ростом досліджуваних змінних дохідність облігацій знижується.

Взаємозв'язок між змінними балансу центрального банку, монетарної бази і фондовими індексами NIKKEI 225 і TOPIX є прямим, і нетрадиційна монетарна політика сприяє росту фондових індексів, і покращенню умов фондового ринку і фінансування.

Вплив нетрадиційних методів також відбивається і на обмінному курсі японської єни до долара США. Збільшення активів центрального банку призводить до девальвації національної валюти, що для експорту Японії є стимулюючим фактором.

Значний вплив нетрадиційної монетарної політики банку Японії також помітний на спреди кредитних дефолтних свопів. Спреди 5 і 10 річні кредитних дефолтних свопів в доларах США і єнах зі змінною балансу центрального банку Японії мають зворотну залежність, тобто збільшення балансу призводить до їх зменшення. Відповідно до імпульсних реакцій, шок монетарної політики, представлений збільшенням балансу центрального банку, викликає зменшення спредів кредитних дефолтних свопів, здебільшого починаючи з 3-го періоду. Подібний тип зв'язку мають досліджувані спреди зі змінною монетарної бази (див. додаток Д, табл. Д.4) Показник основаної відсоткової ставки центрального банку з показниками спредів кредитних дефолтних свопів має прямий зв'язок, тобто при зменшенні короткострокової ставки відбувається скорочення спредів кредитних свопів.

Отже, нетрадиційні методи монетарної політики центрального банку Японії допомогли зменшити дохідність цінних паперів та покращити умови на фінансову ринку, що сприяло стимулюванню економічного розвитку країни. Але попри величезні масштаби монетарного пом'якшення і різноманітність інструментів монетарної політики, центральний банк Японії не зміг досягти мети стабільності цін у 2% за останні роки після впровадження нетрадиційних методів монетарної політики.

Сьогодні економічна ситуація у світі швидко змінюється, і у зв'язку з новою кризою 2020 року банк Японії опублікував керівництво "Поліпшення монетарного пом'якшення у зв'язку зі спалахом нового коронавірусу (COVID-

19)" В якому було вказано, що з урахуванням погіршення економічного стану у світі, зокрема, і в Японії, центральний банк Японії вважав за доцільне посилити пом'якшення монетарної політики за допомогою:

1) подальшого забезпечення достатньої пропозиції коштів шляхом проведення різних операцій, включаючи купівлю японських державних облігацій (JGBs) і операції з надання коштів у доларах США;

2) заходи щодо сприяння корпоративного фінансування, включаючи введення нової операції та збільшення купівлі корпоративних цінних паперів. Банк прийняв рішення про введення нової операції з надання кредитів під заставу корпоративного боргу (близько 8 трильйонів єн на кінець лютого 2020 року) під 0 відсотків з терміном погашення до одного року. Сума непогашених кредитів буде включена в Макрододатковий баланс на поточних рахунках;

3) активної купівлі облігацій біржових (ETF) і інвестиційних фондів Японії (J-REIT) [100].

У керівництві щодо монетарної політики від 22 травня 2020 року, було зазначено, що банк Японії застосовує від'ємну відсоткову ставку в розмірі мінус 0,1 відсотка до залишків на поточних рахунках, які перебувають в фінансових установах банку. Банк буде купувати японські державні облігації, щоб дохідність 10-річних державних облігацій залишалася на рівні близько нуля відсотків. При цьому прибутковість може рухатися вгору і вниз до деякої міри, переважно в залежності від зростання економічної активності й цін. Разом з тим банк Японії буде активно купувати ETF та J-REIT, щоб їх непогашені суми збільшувались у річному вираженні з верхньою межею близько 12 трлн. єн і близько 180 мільярдів єн відповідно. Що стосується активів корпоративного сектору, центральний банк збереже свої непогашені суми на рівні близько 2–3 трлн. єн. З березня 2021 року банк проводить додаткові купівлі з верхньою межею непогашених сум в 7,5 трильйона єн за кожен актив [197].

Нетрадиційні методи монетарної політики Японії з подолання кризи 2020 року вже значно вплинули на баланс центрального банку, збільшивши його з 578 трлн. єн в січні до 638 трлн. єн у травні цього року.

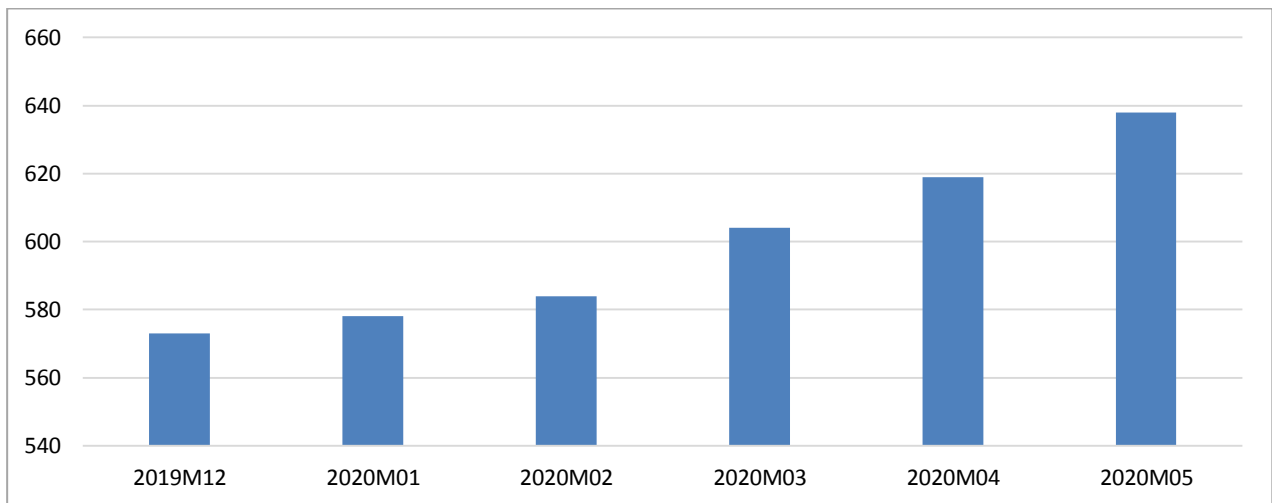


Рис. 2.11. Баланс центрального банку Японії, грудень 2019–травень 2020 рр. (трлн. єн)

Джерело: [130]

Банк Японії сьогодні все ще продовжує нетрадиційну монетарну політику. І майже кожного місяця публікує керівництво щодо проведення заходів нетрадиційної монетарної політики, в яких зазначає ті методи які будуть застосовуватися до внесення відповідних змін, зокрема, зазначаються рівень відсоткових ставок та обсяги купівель активів.

Не дивлячись на позитивні зрушення в економіці Японії слід зауважити, що надлегка монетарна політика може призвести до нерівномірного розподілу капіталу. Зміни у відсоткових ставках впливають не тільки на рівень інвестицій, але і на структуру інвестицій і, як наслідок, на основний капітал, який значною мірою визначає майбутні виробничі можливості. Чим довше ринкові ставки штучно підтримуються на низькому рівні монетарною політикою, тим більше інвестиційних рішень ґрунтується на неточних сигналах відсоткових ставок. Занадто низькі відсоткові ставки можуть спонукати продовжувати фінансувати бізнес, який є неплатоспроможним, оскільки альтернативні витрати непрацюючих позик зменшуються в умовах низьких відсоткових ставок, а це, у свою чергу, може стати причиною майбутній криз.

2.2. Трансформація монетарної політики Федеральної резервної системи в умовах кризи та посткризовий період

У 2008 році країни всього світу пережили фінансову кризу, яка була спровокована бумом на житло, сприятливими умовами кредитування, які дозволили багатьом запозичувати кошти. Згодом насичення ринку житла і зростання відсоткових ставок призвели до того, що декілька субстандартних позичальників оголосили дефолт за своїми кредитами в США, і криза поширилася на споживачів і бізнес. Багато хто вважає, що переломний момент стався 15 вересня 2008 року, коли банк «Lehman Brother», четвертий за величиною інвестиційний банк, збанкрутував. Крах банку викликав хвилювання на фінансових ринках, заморожування кредитних ринків і зниження довіри до фінансової системи. У цей період зростання валового внутрішнього продукту США скорочувалося найшвидшими темпами за останні 20 років, а економіка втрачала сотні тисяч робочих місць щомісяця. В цих умовах у 2008 році Федеральна резервна система не виконувала своїх основних обов'язків – сприяння стабільності цін і максимальній зайнятості. Як видно на малюнку 2.16 і 2.14, у 2008 році ціни впали, а рівень безробіття збільшився. Негативні макроекономічні показники й нестабільність на фінансових ринках у посткризовий період були основною проблемою Федеральної резервної системи. Вирішення цих проблем і стимулювали акомодацию зусиль з надання допомоги та призвели до трансформації монетарної політики.

Оскільки економіка почала занепадати ще восени 2007 року Федеральна резервна система США на кризові явища спочатку застосувала традиційні методи, знизивши свою короткострокову відсоткову ставку. Ставка за федеральними фондами була знижена з 5,25% до діапазону від 0,25% до 0% у грудні 2008 року, що економісти називають нульовою нижньою межею.

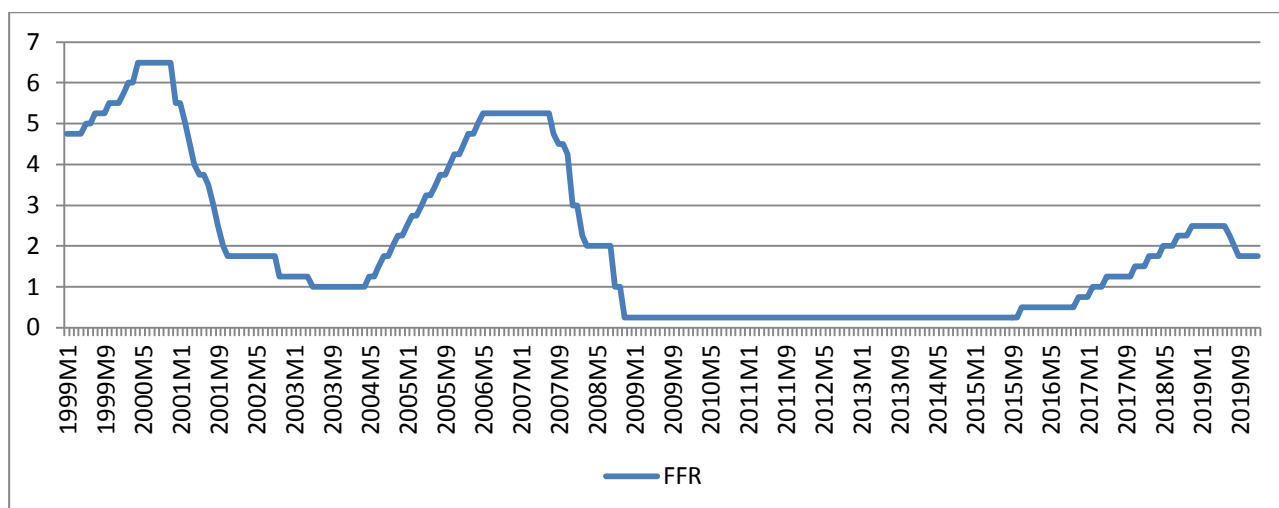


Рис. 2.12. Ставка за федеральними фондами 1999 –2020 рр.(%)

Джерело: [202]

За історичними мірками, ставки були незвично низькими протягом незвично довгого часу, щоб пом'якшити наслідки фінансової кризи 2008–2009 років. Однак до кінця 2008 року короткострокова ставка була практично нульовою, а економіка і фінансова система все ще перебували у кризовому стані, зокрема це видно з показників: ВВП, рівня безробіття, індексу промислового виробництва та інших.

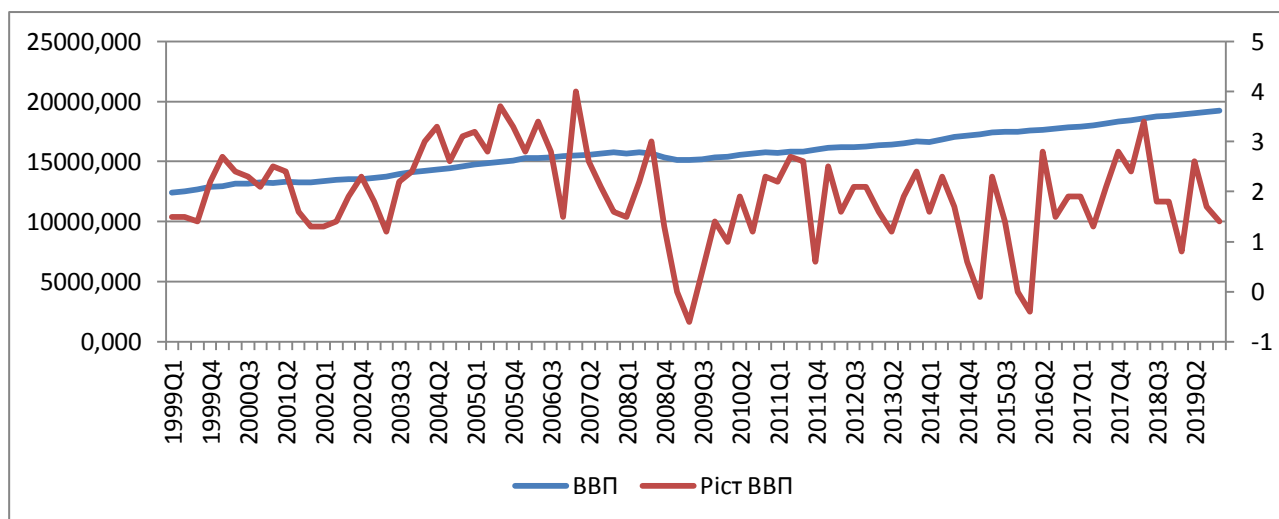


Рис. 2.13. ВВП США (млн дол. США) та приріст ВВП (% відносно попереднього року) 1999–2019 роки.

Джерело: [210]

До 2008 року простежується динаміка росту ВВП, а у 2009 році ріст ВВП досяг найнижчої точки за досліджуваний період, прийнявши значення -0,6% у

другому кварталі даного року. Від’ємні значення можна також спостерігати і в перших кварталах 2015 та 2016 років. В інші роки темпи зростання ВВП Сполучених Штатів Америки мали позитивне значення.

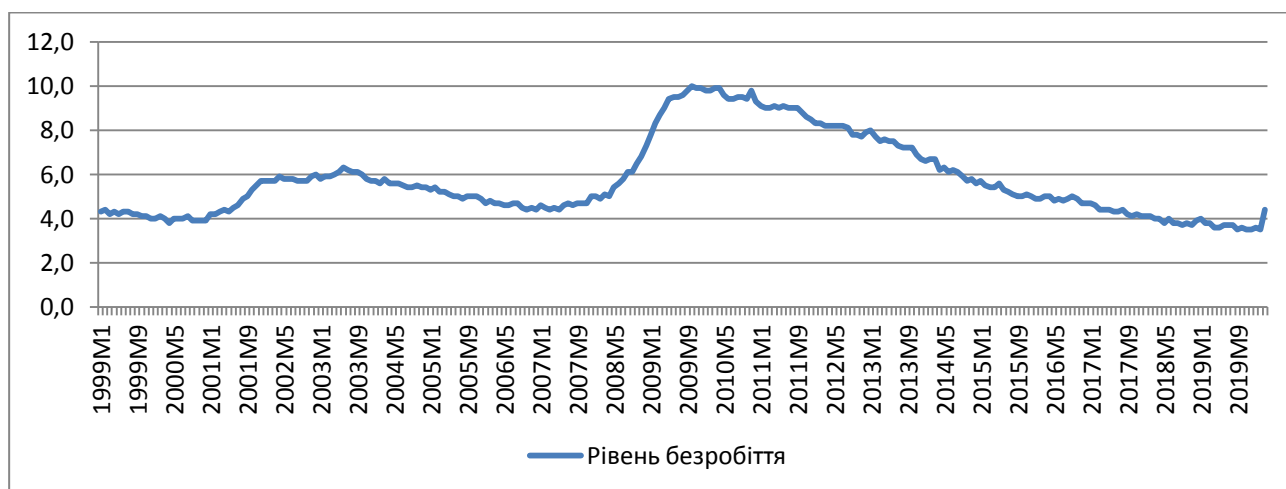


Рис. 2.14. Рівень безробіття у США, січень 1999 – березень 2020 рр.

Джерело: [107]

Рівень безробіття в США досяг свого піку 10% у другій половині 2008 року, і лише на початку 2011 року почалося поступове зниження показника. У наступні роки простежується значне зниження цього показника аж до кінця 2019 року коли він дорівнював 3,5%, що нижче докризового періоду, але на початку 2020 року рівень безробіття збільшується та дорівнює 4,4%.

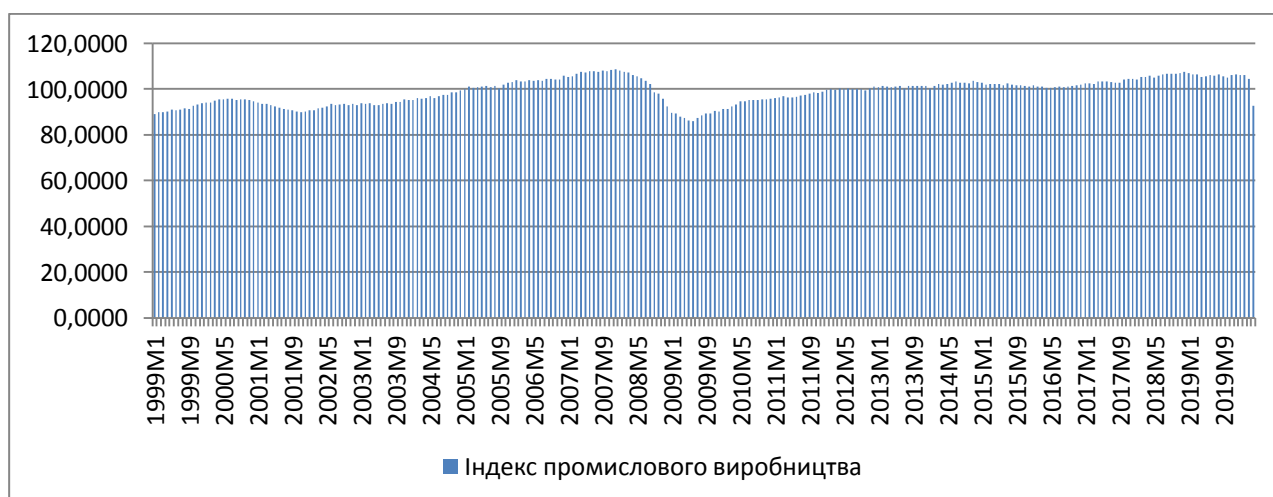


Рис. 2.15. Індекс промислового виробництва, січень 1999–квітень 2020 рр.

Джерело: [107]

Індекс промислового виробництва в США з 2001 до 2007 року збільшується, що свідчить про економічний розвиток країни. У кризовий період

помітне значне скорочення досліджуваного показника більше ніж на 20 пунктів. З кінця 2009 року простежується зростання індексу промислового виробництва, і вже з 2010 року тенденція до росту є більш стабільною.

У таких несприятливих економічних умовах Федеральний комітет з відкритих ринків (FOMC), щоб відновити рівень ліквідності та стабільність на фінансових ринках, запровадив низку заходів, які можна розділити на три категорії.

До першої категорії належать дії, пов'язані зі ставкою за федеральними фондами, яку було знижено з 5,25% у вересні 2007 року до нульової нижньої межі в грудні 2008 року, щоб стимулювати економічну активність (див рис. 2.12). Основна проблема, з якою ФРС зіткнулася при нульовій нижній межі, полягала в тому, що традиційна монетарна політика не могла забезпечити подальше стимулювання економічного зростання. І ФРС згодом зробила низку заяв, які в економічній літературі називаються «попереднє керівництво», для підтримки низьких відсоткових ставок у майбутньому. Оскільки довгострокові ставки сьогодні залежать від ринкових поглядів на майбутні короткострокові ставки, а надійні обіцянки ФРС зберегти короткострокові ставки на низькому рівні в майбутньому можуть потенційно знизити довгострокові ставки сьогодні [145].

Попереднє керівництво почалося з простих і загальних зауважень в заявах FOMC: наприклад «економічні умови, вимагають виключно низьких рівнів ставки за федеральними фондами протягом тривалого періоду». Характерною рисою прямого керівництва, було його явне посилення на можливі шляхи цільової відсоткової ставки. Ця тактика була спрямована на інформування про збільшення очікуваного періоду часу, протягом якого ставка за федеральними фондами, ймовірно, залишатиметься низькою. Ранні попередні вказівки були розпливчастими, наприклад, у заяві від 16 грудня 2008 року говориться, що ставки, ймовірно, залишатимуться низькими протягом «деякого часу», а у заяві від 18 березня 2009 згадується «продовжений період» [5; 144].

Важливою особливістю політичних повідомлень FOMC є те, що попередні вказівки Комітету були сформульовані не як безумовне зобов'язання щодо певного шляху ставки за федеральними фондами, а скоріше як очікування, яке явно залежить від економічних умов. З листопада 2009 року FOMC конкретно вказав, що до відповідних економічних умов відносяться «низькі показники використання ресурсів, стримані тенденції інфляції і стабільні інфляційні очікування» [3; 215]. Попереднє керівництво стало чіткішим з 2011 року. У серпні 2011 року, Комітет визначив, що кількісне пом'якшення продовжиться «принаймні до середини 2013 року». Передбачувана дата закінчення кілька разів переносилася, а у вересні 2012 року вона була перенесена на середину 2015 року. Подальше керівництво було ще більш посилено завдяки зусиллям щодо забезпечення стійкості економічних умов, як наприклад, у січні 2012 року FOMC опублікував заяву із зазначенням своїх довгострокових цілей щодо інфляції у 2 відсотки і «нормального» рівня безробіття у 5,2–6 відсотків. Разом з тим, Комітет уточнив, як він буде використовувати ставку за федеральними фондами для досягнення цих подвійних цілей. У грудні 2012 року Комітет змінив своє попереднє керівництво заявою, в якій передбачається, «що виключно низький рівень ставки за федеральними фондами буде прийнятним, до тих пір, поки рівень безробіття залишається вище 6,5 %, а прогнозна інфляція буде не більше ніж на 0,5% вище довгострокової мети Комітету у 2 %» [181].

Друга категорія включає дії, які надавали пряму допомогу фінансовому сектору в якості кредитора останньої інстанції. Для досягнення своєї мети ФРС запустила низку тимчасових кредитних програм, основні з яких представлені в таблиці 2.5

Перша програма була введена в грудні 2007 року, і ще кілька були додані після загострення кризи у вересні 2008 року. Завдяки цим заходам ФРС надала ліквідність небанківським фірмам вперше з часів Великої депресії. В рамках екстрених програм, учасники фінансового ринку отримали кредитування в розмірі 16 трильйонів доларів [66].

Таблиця 2.5

Основні тимчасові кредитні програми ФРС

Назва програми	Ціль	Термін дії	Термін кредитування	Обсяг кредитування
Term Auction Facility (TAF)	Забезпечити ліквідністю комерційні банки під заставу високорейтингових цінних паперів	грудень 2007– березень 2010 рр.	28 днів, пізніше 84 дні	3,8 трлн доларів
Term Securities Lending Facility (TSLF)	Надати казначейські цінні папери первинним дилерам під забезпечення, яка включає: казначейські та агентські цінні папери, цінні папери з іпотечним покриттям, приватні цінні папери з високим рейтингом.	березень 2008 – лютий 2010 рр.	1 місяць	2 трлн доларів
Primary Dealer Credit Facility (PDCF)	Підтримка кредитних потреб американських домогосподарств і підприємств	березень 2008 – лютий 2010 рр.	1 ніч	9 трлн доларів
Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity (AMLF)	Підтримка фондів грошового ринку і ринку цінних паперів.	вересень 2008 – лютий 2010 рр.	від 1 до 270 днів,	217 млрд доларів

Джерело: [66]

У міру того як стан фінансового сектору ставав більш стабільним, відбувалося поступове згортання кредитних програм.

До третьої категорії нетрадиційних методів монетарної політики. ФРС відноситься політика кількісного пом'якшення, яка розпочалася в листопаді 2008 року коли FOMC схвалив серію великомасштабних купівель активів (LSAP). Кількісне пом'якшення ФРС представляється як набір з трьох програм Великомасштабних купівель активів (LSAP), широко відомі як QE1, QE2 і QE3. А також слід зазначити, що політика кількісного пом'якшення ФРС була доповнена політикою якісного пом'якшення – програма MPP, також відома як «Операція Твіст». Основні характеристики програм представлені в таблиці 2.6.

Таблиця 2.6

**Характерні риси основних нетрадиційних програм
Федеральної резервної системи**

Програма	Період проведення	Тип активів
LSAP (QE1)	25.11.2008 31.03.2009	боргові цінні папери агентств –175 млрд дол. іпотечні цінні папери (MBS) –1,25 млрд дол. казначейські зобов'язання – 300 млрд дол.
LSAP (QE2)	30.11.2010 30.06.2011	довгострокові казначейські зобов'язання – 600 млрд дол.
MEP (Twist)	21.09.2011 31.12.2012	6 – 30 річні Казначейські зобов'язання – 667 млрд дол.
LSAP (QE1)	13. 09.2012 29. 10.2014	казначейські зобов'язання – 45 млрд дол. іпотечні цінні папери (MBSs) – 80 млрд дол.

Джерело: складено автором на основі [66;144]

Кількісне пом'якшення – це форма монетарної політики, при якій Федеральна резервна система проводить великомасштабні купівлі активів, в основному довгострокових цінних паперів, включаючи казначейські зобов'язання, агентські облігації та іпотечні цінні папери, у спробі знизити відсоткові ставки. Зокрема, коли ФРС купує активи, вона штучно підвищує попит на відповідні цінні папери й таким чином підвищує ціни та знижує дохідність. У міру зниження відсоткових ставок підприємства можуть дешевшим чином фінансувати нові капітальні вкладення, що призводить до збільшення обсягу інвестицій, підвищення економічної активності, створенню нових робочих місць і, в кінцевому підсумку, зниження рівня безробіття. За допомогою проведення LSAP, ФРС змінює портфель, або кількість і комбінацію фінансових активів, які перебувають у розпорядженні громадськості. Таким чином, LSAP знижує прибутковість за цільовими цінними паперами та підштовхує інвесторів до утримання інших активів з аналогічними характеристиками [3].

Кількісне пом'якшення в США почалося в кінці листопада 2008 року (QE1), коли Федеральна резервна система почала купувати цінні папери з іпотечним покриттям на 600 мільярдів доларів. Спочатку ця політика була

обмеженою придбанням боргу в 100 мільярдів доларів, підприємств «Fannie Mae», «Freddie Mac» і «Ginnie Mae», плюс 500 мільярдів доларів у вигляді іпотечних цінних паперів (MBS) [144]. Таким чином, ФРС сподівалася надати деяку підтримку ринку житла, який в той час страждав від наслідків кризи субстандартного іпотечного кредитування.

У прес-релізах від 16 грудня, 30 грудня 2008 року і 28 січня 2009 року, Федеральна резервна система оголосила про своє бажання і можливості надати додатковий стимул, якщо цього вимагатимуть економічні умови. Зокрема, ФРС повідомила, що готова купувати великі суми агентського боргу, MBS і довгострокові казначейські зобов'язання, якщо ці заходи будуть особливо ефективними. 23 лютого 2009 року FOMC розкрив свій план більш докладно, забезпечуючи прозорість щодо рівня додаткових купівель і складу цінних паперів [182, с. 10]. 18 березня 2009 Федеральний комітет з відкритих ринків оголосив про розширення купівель агентських боргових зобов'язань і цінних паперів з іпотечним покриттям на 750 млрд доларів, а також про купівлю до 300 млрд доларів довгострокових казначейських цінних паперів для поліпшення умов на кредитному ринку [182, с. 10]. До березня 2009 року на балансі ФРС було 1,75 трильйона доларів банківських боргів, іпотечних цінних паперів і казначейських векселів. Пік у 2,1 трильйона доларів був досягнутий у червні 2010 року [94, с. 395]. Подальші купівлі активів були зупинені, тому що економіка почала поліпшуватися. Був помітний ріст ВВП з другого кварталу 2010 року (див. рис. 2.13). Відбувалися покращення на ринку праці, зокрема рівень безробіття знизився з на 1% (див. рис. 2.14), а також почалося поступове відновлення обсягів виробництва, але все ще індекс промислового виробництва не досяг докризових показників (див. рис. 2.15).

Помітивши тривожну дезінфляційну тенденцію у 2009 і на початку 2010 року, коли показник інфляції був менш як 1% (див.рис.2.16), ФРС оголосила 10 серпня 2010 року, що вона збереже свої активи на постійному рівні, реінвестуючи свої основні платежі в розмірі від 250 до 300 млрд доларів агентських боргів в довгострокові казначейські зобов'язання [182, с. 11]. В

результаті розмір балансу ФРС зменшився (див. рис. 2.18), тому що комітет з відкритих ринків більше не робив додаткових купівель і не реінвестував активи в MBS і агентські борги. Незабаром після цього ФРС почала сигналізувати ринки про те, що розглядається можливість продовження політики кількісного пом'якшення, якщо економічні умови цього вимагатимуть.



Рис. 2.16. Рівень інфляції в США 1990–2019 рр.(%)

Джерело: [107]

У листопаді 2010 року ФРС оголосила другий раунд кількісного пом'якшення (QE2) купивши казначейські цінні папери на 600 млрд доларів до кінця другого кварталу 2011 року, коли й було завершено цю програму. Загалом, під час QE2 купувалися цінні папери з термінами погашення в основному від 2,5 до 10 років. Крім того, ФРС вважала, що ін'єкції грошей призведуть до значної інфляції.

Після завершення другого раунду кількісного пом'якшення, фондові індекси в кінці літа 2011 року різко впали, що демонструє стурбованість інвесторів і волатильність ринку (див. рис. 2.17), а економічне зростання залишалося млявим (див. рис. 2.13), була стурбованість щодо можливої чергової рецесії. Для подолання цих негативних настроїв ФРС оприлюднила «Операцію Твіст» 21 вересня 2011 року, намагаючись знизити довгострокові ставки. В рамках операції «Твіст» ФРС купила додатково 400 млрд доларів США у вигляді довгострокових казначейських зобов'язань, зокрема, із залишковим терміном погашення від 6 до 30 років, а також здійснила продаж тієї ж

кількості цінних паперів на 1–3 роки з наміром знизити довгострокові відсоткові ставки. ФРС планувала це робити протягом дев'ятимісячного періоду до закінчення терміну дії програми до червня 2012 року. Але 20 червня 2012 року, близько дати закінчення операції "Твіст", ФРС вирішила продовжити програму і збільшила її ще на 267 млрд доларів [207, с.11]. Ця програма в кінцевому підсумку склала 667 млрд доларів. При реалізації операції «Твіст», на відміну від великих купівель активів, баланс ФРС не розширився, а змінився його склад з короткострокових на довгострокові зобов'язання.

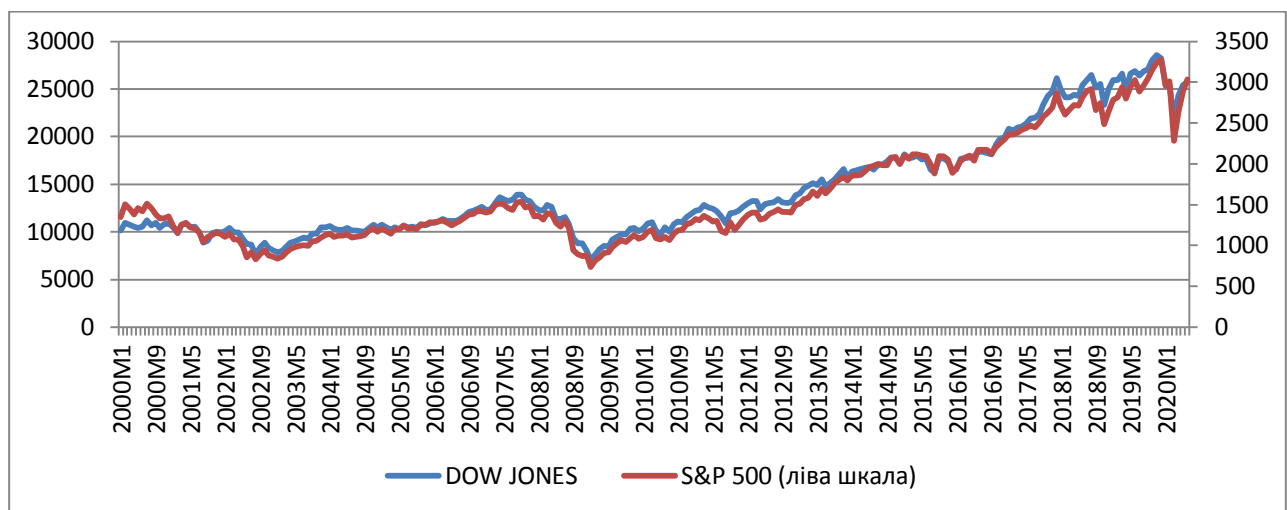


Рис. 2.17. Динаміка фондових індексів DOW JONES і S&P 500 січень 2001– травень 2020 року.

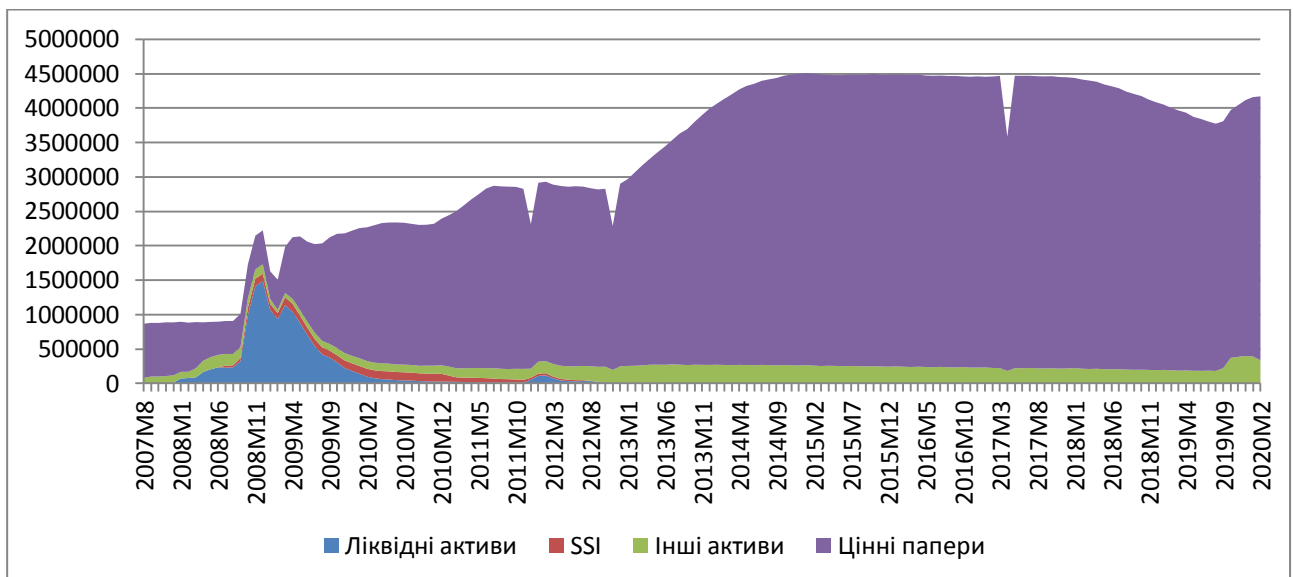
Джерело: [202]

У період з вересня 2011 року до грудня 2012 року Федеральна резервна система використовувала операцію «Твіст», щоб продовжити середній термін погашення своїх запасів казначейських цінних паперів тим самим надати знижувальний тиск на довгострокові ставки та допомогти зробити фінансові умови більш сприятливими.

Вище зазначені програми ФРС дали свої певні результати, але головна ціль у 2% інфляції все ще не була досягнута. І ФРС вирішує, що є необхідність в подальшому пом'якшенні монетарної політики і 13 вересня 2012 року був оголошений третій раунд кількісного пом'якшення (QE3). Нова програма включала купівлю MBS на суму 40 млрд доларів на місяць. Згодом, коли «Операція Твіст» завершилася, ФРС пообіцяла розширити свою участь,

набуваючи додатково 45 млрд доларів довгострокових казначейських цінних паперів на місяць, в результаті чого загальна сума щомісячних операцій з придбання активів досягає 85 млрд доларів. Крім того ФРС оголосила, що, ймовірно, буде тримати ставку за федеральними фондами на рівні, близькому до нуля, як мінімум до 2015 року. З прийняттям третього раунду програми кількісного пом'якшення (QE3) ФРС здійснила зміну стратегії, в якій вона дотримувалася відповідного темпу щодо операцій з придбання активів, а не загального їх обсягу.

Сумарні щомісячні купівлі активів у розмірі 85 млрд доларів продовжувалися до 18 грудня 2013, коли Федеральна резервна система оголосила, що починаючи з січня 2014 року вона буде зменшувати обсяг щомісячного придбання активів на 10 млрд доларів щомісяця, а також ФРС буде відстежувати макроекономічні показники й на основі їх аналізу буде здійснювати необхідні заходи. У результаті політика кількісного пом'якшення завершилася у жовтні 2014 року.



Примітка: SSI –Support for Specific Institutions – Підтримка конкретних установ

Рис. 2.18. Активи які знаходяться на балансі ФРС та загальний його рівень, серпень 2007 – лютий 2020 років (млн дол. США)

Джерело: [107]

Політика кількісного пом'якшення в кінцевому підсумку призвела до п'ятикратного збільшення балансу ФРС з

900 млрд до 4,5 трлн. доларів, а ФРС володіла більше ніж 20 відсотками всіх іпотечних цінних паперів і боргових зобов'язань казначейства [49]. А також великомасштабні операції з пом'якшення монетарної політики вплинули й на довгострокові відсоткові ставки, які як і планувалося, зменшилися.

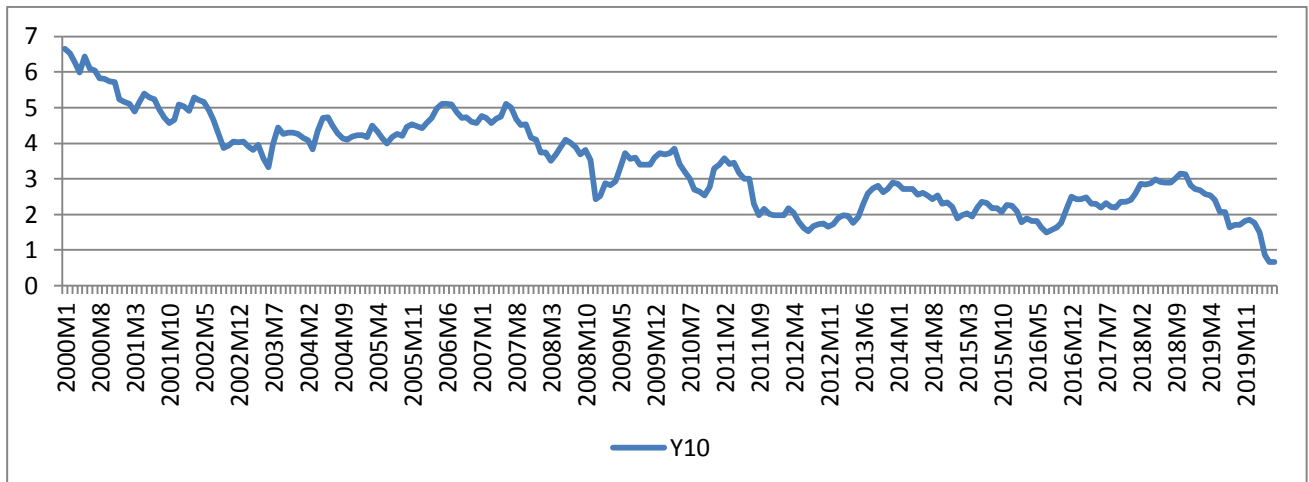


Рис. 2.19. Дохідність 10-річних державних облігацій США, січень 2000–травень 2020 рр.

Джерело: [210]

Після завершення операцій з придбання активів, настав час нормалізації монетарної політики, який почався в грудні 2015 року. Починаючи з грудня 2015 року ФРС почала підвищувати відсоткові ставки. Загалом, ФРС підвищувала ставки дев'ять разів в період з 2015 до 2018 року. ФРС підвищила відсоткові ставки, при наявності великого балансу, шляхом використання двох нових інструментів:

1) безпосереднє підвищення ставки, яку виплачує банкам за резервами, що зберігаються у ФРС (див. додаток Д, таблиця Д.5). Оскільки банки можуть отримувати відсотки за надлишковими резервами, підвищення ставки за банківськими резервами також має підвищити ставку за федеральними фондами (див.рис.2.12) Таким чином, ФРС може заблокувати надлишкову ліквідність, щоб уникнути будь-яких потенційно небажаних інфляційних ефектів;

2) укладання угод про зворотний викуп (зворотне РЕПО) – один з видів тимчасових операцій на відкритому ринку – додатковий інструмент

політики, в міру необхідності, щоб допомогти контролювати ставку за федеральними фондами і тримати її в цільовому діапазоні, встановленому FOMC. Зворотне репо – це ще один інструмент для виводу ліквідності з системи та впливу на короткострокові ринкові ставки. Вони забирають ліквідність з фінансової системи передаючи гроші від учасників ринку до ФРС. У результаті ставки на ринку репо, одному з найбільших ринків короткострокового кредитування, підвищуються [145]. У січні 2019 року ФРС оголосила, що продовжить використовувати ці інструменти для постійного встановлення відсоткових ставок.

У світлі зростаючої економічної невизначеності ФРС почала знижувати ставки з липня 2019 року, і в березні 2020 року їх рівень досягнув 0.1%. ФРС обґрунтувала зниження тим, що ризики уповільнення економічного зростання посилилися, а інфляція як і раніше була нижче 2%. Будучи постійно низьким за історичними мірками протягом усього періоду м'якої монетарної політики, економічне зростання прискорилося з третього кварталу 2017 року до третього кварталу 2018 року. З четвертого кварталу 2018 року економічне зростання, відійшло з цього підвищеного темпу назад до попередньої тенденції (див. рис. 2.13). Разом с тим, з середини 2012 року, з різким падінням у 2015 році, до початку 2018 року, рівень інфляції коливався на рівні близько 2%, потім у 2019 році інфляція знову впала трохи нижче 2%.(див. рис. 2.16)

Ще одним фактором, який вплинув на зниження відсоткових ставок були несприятливі події, які відбулися на ринку РЕПО США. Ставки репо раптово виросли 17 вересня 2019. Протягом дня середня ставка репо, значно швидко змінювалась і різко зросла, і згідно з повідомленнями ЗМІ, в якийсь момент ставки репо досягли 10% [207]. Через взаємозв'язок між ринком репо і ставкою за федеральними фондами ФРС втрутилася в ринок репо, щоб не допустити підвищення ставки федеральних фондів. Відтоді, FOMC займається щоденними операціями репо, і купує казначейські цінні папери. Не було ніяких ознак того, що зростання ставок репо був викликано панікою – ринки не відчували масштабних фінансових збоїв і проблем з конкретними учасниками не

спостерігалось. Натомість, це було викликано тимчасовим збільшенням попиту на готівку і зменшенням пропозиції банківських резервів, які були пов'язані з трьома факторами. По-перше, федеральні податки повинні були бути виплачені 15 вересня. Коли податки сплачуються, гроші спочатку переводяться з резервного рахунку банку платника податків на загальний рахунок казначейства в ФРС. По-друге, відносно велика емісія боргів Казначейства в той саме час переказувала гроші з резервних рахунків банків, які придбали цінні папери для себе або клієнтів, на загальний рахунок Казначейства. Нарешті, вимоги до фінансової звітності в кінці третього кварталу зробили банки тимчасово менш схильними брати кредити на ринку репо [145, с.19].

Після завершення QE ФРС підтримувала баланс на колишньому рівні до вересня 2017 року, коли вона почала дуже поступово зменшувати його до більш нормального розміру шляхом зменшення обсягу реінвестування основних платежів, отриманих від цінних паперів. Але зі скороченням приросту ВВП і рівня інфляції ФРС у серпні 2019 року припинила скорочення балансу, його розмір склав 3,8 трильйона доларів (див рис. 2.18). Проте, MBS які залишилися на балансі будуть поступово замінюватися казначейськими цінними паперами в міру їх погашення. Хоча ФРС заявила, що має намір в кінцевому підсумку припинити володіння MBS, при таких темпах ФРС все одно матиме значні авуари MBS до 2025 року, згідно з її прогнозами [145]. Але, у відповідь на потрясіння на ринку репо у вересні 2019 року ФРС почала втручатися в ринок репо і знову почала розширювати свій баланс з жовтня 2019 року. Вплив нетрадиційних методів монетарної політики федеральної резервної системи, застосовуваних з січня 2008 до лютого 2020 року, на фінансові показники США було досліджено за допомогою регресійних моделей, результати яких представлені в таблиці 2.7

Зміни обсягу балансу ФРС, грошової бази та ставка за федеральними фондами, згідно з результатами моделі, впливають на дохідність довгострокових державних облігацій, показники фондового ринку, індекс споживчих цін, обмінний курс і спреда кредитних дефолтних свопів.

Таблиця 2.7

Результати тесту Гренджера для моделей 1.32–1.37 щодо нетрадиційної монетарної політики ФРС

Індикатори	Лагові значення		
	AssetsCB	Monetary Base	CBrate
USY10	23,86 (0,00) ^a	11,47 (0,04) ^b	11,90 (0,01) ^a
DOW JONES	18,60 (0,00) ^a	15,50 (0,01) ^a	21,21 (0,00) ^a
S&P 500	10,92 (0,00) ^a	4,45 (0,03) ^b	12,98 (0,02) ^b
CPI	28,14 (0,00) ^a	10,41 (0,06) ^c	17,20 (0,00) ^a
USD/EUR	25,81 (0,00) ^a	10,75 (0,05) ^b	16,10 (0,01) ^a
USCDS5Y\$	69,63 (0,00) ^a	59,56 (0,00) ^a	26,74 (0,00) ^a
USCDS10Y\$	56,05 (0,00) ^a	43,21 (0,00) ^a	23,89 (0,00) ^a

Примітка: В таблиці представлений односторонній зв'язок фінансових змінних зі змінними, які представляють нетрадиційні методи монетарної політики (результати моделей в повному обсязі представлені в додатку Д, табл. Д.6). Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда є Р-значення: а, b, с представляють рівні значущості 1%, 5% і 10% відповідно.

Джерело: розраховано автором

Збільшення балансу ФРС призвело до зниження дохідності довгострокових державних облігацій США, подібний вплив має і збільшення грошової бази.

Щодо впливу нетрадиційної монетарної політики на фондові показники, можна відзначити те, що першою реакцією індексу S&P 500 на збільшення обсягу балансу ФРС є падіння, а згодом спостерігається тенденція до росту, і значення мають тільки перші 3 періоди. А при зміні обсягу монетарної бази фондовий індекс збільшується.

Індекс споживчих цін на зміну в обсязі активів реагує спочатку падінням показнику, а в подальшому відбувається зростання. Зниження ставки за федеральними фондами призводить до збільшення інфляції. Нетрадиційна монетарна політика також призводить до знецінення національної валюти і в обох випадках значення мають перші 3 періоди. (див. додаток Д, табл. Д.7).

Спреди кредитних дефолтних свопів загалом на монетарні шоки спочатку реагують збільшенням показників, а потім відбувається їх скорочення. А на зміни в ставці федеральних фондів реагують навпаки, спочатку відбувається скорочення, а потім відбувається зростання (див. додаток Д, табл. Д.7).

Скорочення спедів кредитних свопів говорить про зниження ризиків для інвесторів, що є хорошим показником для економіки.

Виходячи з цих результатів, збільшення балансу ФРС, грошової бази, викликане нетрадиційними заходами в економіці США, дійсно робить позитивний вплив на досліджувані показники. Загалом нетрадиційна монетарна політика ФРС має позитивний вплив на фінансові показники та допомогла подолати негативні наслідки фінансової кризи 2008 р. і стимулювала економічний розвиток США в посткризовий період.

У 2020 році світ охопила епідемія коронавірусу (COVID-19), яка призвела до нових шоків, і кризових явищ в економіці. І у березні 2020 року з огляду на нову кризу ФРС оголосила про нову програму кількісного пом'якшення в розмірі 700 млрд доларів, де на 500 млрд передбачається викупити казначейські папери уряду США і на 200 млрд інші цінні папери. А також було прийнято низку програм, подібних до програм кредитування, які проводились у 2008–2010 роках. Зокрема, 17 березня 2020 року Рада Федеральної резервної системи запустила кредитну лінію первинного дилера (PDCF) для підтримки кредитних потреб американських домогосподарств і підприємств [66]. Механізм дозволить первинним дилерам підтримувати безперебійне функціонування ринку і полегшувати доступ до кредитів для підприємств і домашніх господарств. З 20 березня 2020 року PDCF пропонує одноденне і термінове фінансування з термінами погашення до 90 днів. Воно буде діяти не менше шести місяців і може бути продовжено в залежності від умов. Кредит, наданий первинним дилерам в рамках цього механізму, може бути забезпечений широким спектром боргових цінних паперів інвестиційного рівня, включаючи комерційні папери та муніципальні облігації, а також широким спектром пайових цінних паперів. В цей же день також був заснований Фонд фінансування комерційних паперів (CPFF). Ринки комерційних паперів безпосередньо фінансують широкий спектр економічної діяльності, надаючи кредити і фінансування для автокредитування та іпотеки, а також ліквідності для задоволення оперативних потреб різних підприємств[172].

18 березня 2020 року Федеральна резервна система створила Фонд ліквідності взаємного фонду грошового ринку (MMLF). Федеральний резервний банк Бостона надає кредити прийнятним фінансовим установам, які забезпечені високоякісними активами, придбаними фінансовою установою у взаємних фондів грошового ринку. Фонди грошового ринку є поширеними інвестиційними інструментами для домогосподарств та підприємств. MMLF допомагатиме фондам грошового ринку в задоволенні потреб домогосподарств та інших інвесторів у викупі, покращуючи загальне функціонування ринку [172].

Вищезазначені заходи, прийняті у 2020 році, вже значно збільшили баланс ФРС. Різке збільшення відбувається з кінця березня цього року, і в травні 2020 року баланс ФРС склав 7165217 млн дол. США [130].

В результаті застосування нетрадиційних методів монетарної політики ФРС, було куплено трильйони доларів державних облігацій і цінних паперів з іпотечним покриттям. У період з 2008 до 2015 року баланс ФРС і його активи виросли з 900 до 4,5 трлн доларів. Але зараз обсяг балансу ФРС майже вдвічі більший. І це викликає занепокоєння, бо це може стати причиною перегріву економіки і майбутніх криз. Зокрема, існує ризик зниження довіри до долара і до здатності ФРС ефективно виходити зі своїх програм, що може призвести до підвищення інфляційних очікувань, а це у свою чергу прискорить ріст інфляції, і вона виросте більше цільового показника. Для того щоб уникнути цього необхідні чіткі та ефективні комунікації та заяви FOMC щодо його операцій. Як вже зазначалося поточний стан балансу Федеральної резервної системи так і очікування учасників ринку щодо майбутніх купівель активів мають сильний вплив на ринкові ціни і криву прибутковості. Отже, зміна очікувань щодо траєкторії балансу Федеральної резервної системи може зробити істотний вплив на фінансові умови в майбутньому.

2.3. Монетарна політика Європейського центрального банку в сучасних умовах розвитку світової економіки

Світова фінансова криза 2008 –2009 років мала сильний негативний вплив на країни Європейського Союзу. Зокрема реальний ВВП в зоні євро за рік значно зменшився.

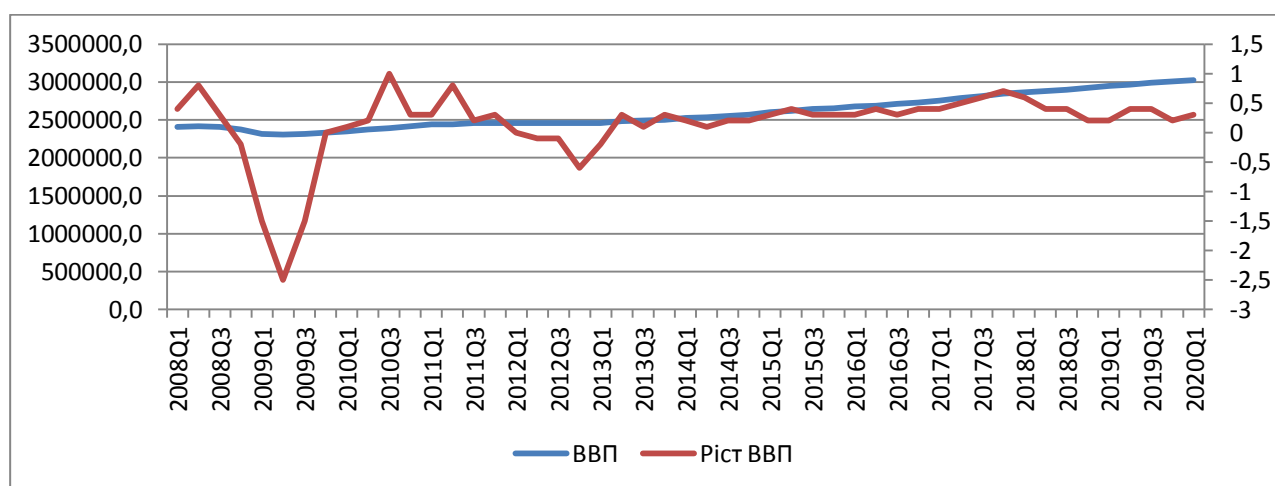


Рис. 2.20. ВВП Єврозони (млн євро) і приріст ВВП (% відносно попереднього періоду)

Джерело: [210]

З початку кризи і до 2014 року відбуваються значні коливання показника зростання ВВП Єврозони. У 2010 – 2011 роках простежуються збільшення ВВП, але у 2013 році відбуваються різке зменшення та показник приросту ВВП стає від'ємним, і це відображає боргову кризу Єврозони. В наступні роки показники залишаються позитивними, особливо у 2017 році помітна тенденція до росту показників.

Інфляція споживчих цін впала набагато нижче цільового показника у 2 відсотки (див. рис. 2.21). До останньої фінансової кризи інфляція в Єврозоні була загалом більшою за 2%, але у 2008 році відбулося різке падіння показника що викликало побоювання щодо можливої дефляції. У 2010 і 2011 роках відбулося покращення, і інфляція перевищувала 2 відсотки. Але в наступні роки, простежувалася тенденція до зниження даного показника, і навіть на початку 2015 і 2016 років можна помітити дефляцію.

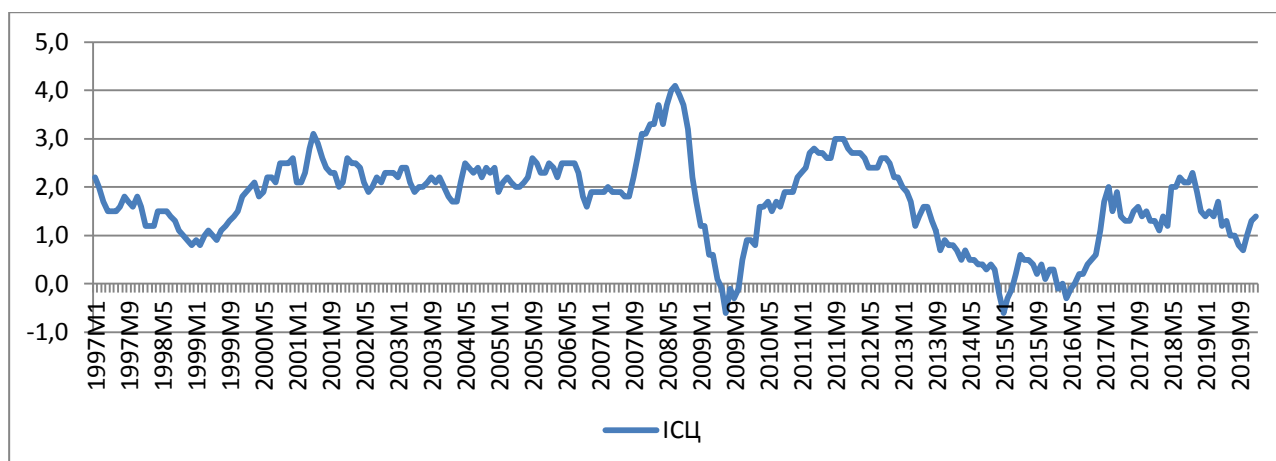


Рис. 2.21. Рівень інфляції в Євросоні 1997–2020 рр. (%)

Джерело: [101]

З кінця 2016 року рівень інфляції має позитивне значення, але тільки у 2018 році показник рівня інфляції досяг цільового рівня.

Ще одним важливим показником розвитку чи стагнації економіки є рівень безробіття (див. рис. 2.22). Показник рівня безробіття в зоні євро зростав з початку 2008 року та досяг позначки у 7,25%, на початку 2010 року – 10,25%. Зусилля влади з подолання наслідків кризи сприяли зниженню показника до 9,8% в середині 2011 року, але боргова криза в зоні євро знову викликала сплеск безробіття, і даний показник досяг свого піку більш ніж 12% у 2013 році. Останнім часом даний показник повільно знижувався та становив 7,4% в січні 2020 року

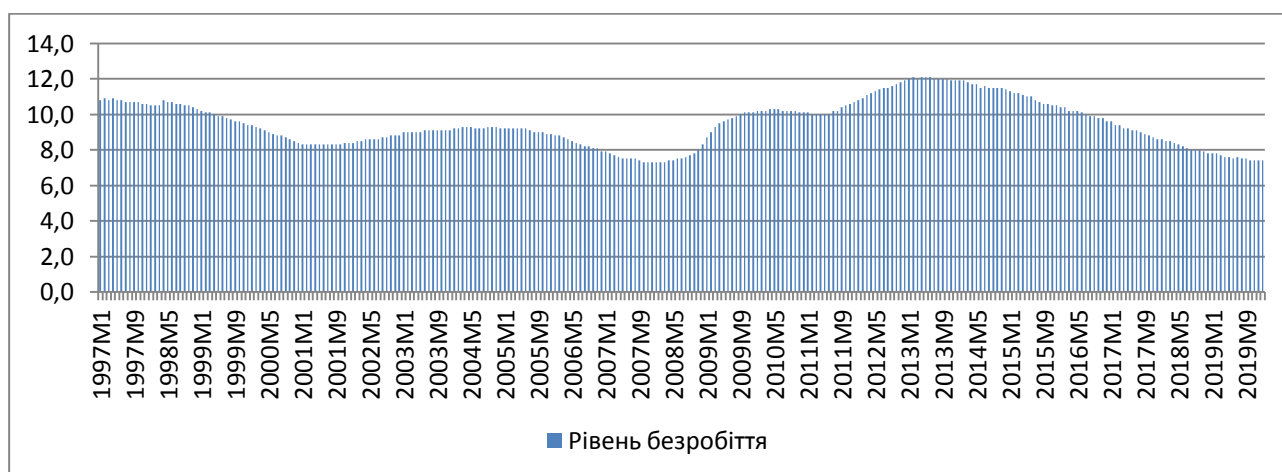


Рис. 2.23. Рівень безробіття в Євросоні, січень 1997 – січень 2020 рр. (%)

Джерело: [102]

Не менш важливим показником успішності розвитку країни є обсяг промислового виробництва, зокрема на графіку 2.23 зображені тенденції промислового виробництва у двох передових країнах зони євро Німеччини та Франції, а також загалом зони євро. Різкий спад промислового виробництва у передових країнах Єврозони відбувся у 2009 році, коли досяг позначки -10%. Помітний спад також прослідковується у 2019 році. Погіршення умов в промисловому секторі було викликано стагнацією в автомобільній промисловості – ключовій галузі німецької економіки, а також слабким зовнішнім попитом і зменшенням випуску проміжних товарів і засобів виробництва.

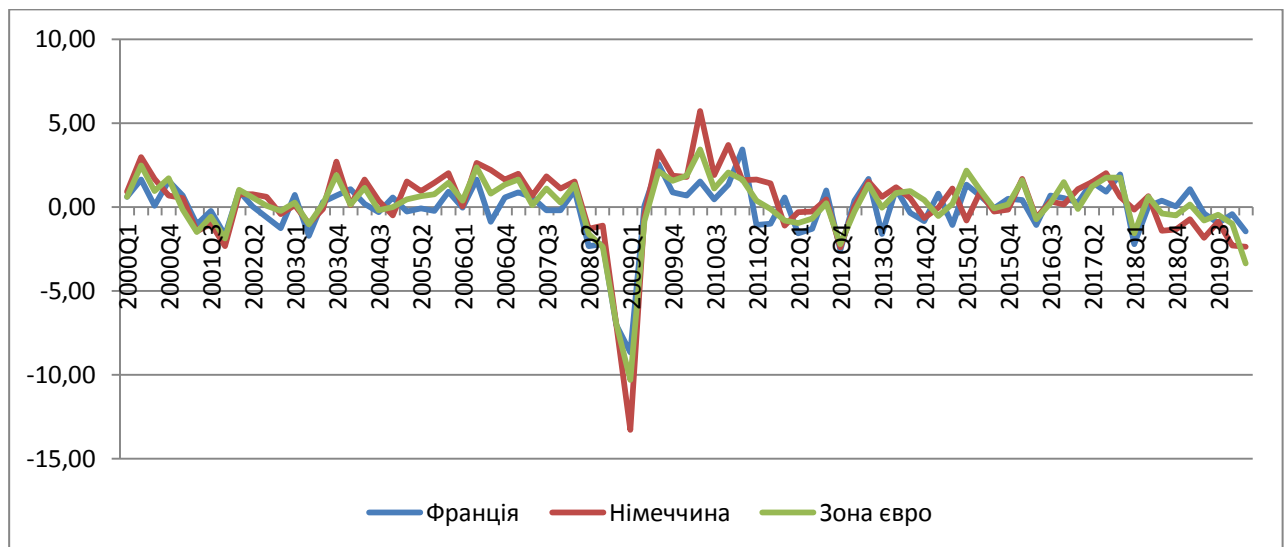


Рис. 2.23. Промислове виробництво 2000–2020 рр. (% відносно попереднього періоду)

Джерело: [201]

У відповідь на погіршення економічної ситуації у світі та в країнах Єврозони, в жовтні 2008 року ЄЦБ знизив ключову ставку рефінансування (MRO) на 50 базисних пунктів, що було частиною скоординованих зусиль з декількома великими центральними банками, включаючи ФРС, Банк Англії та Банк Японії. Ставка була знижена з 4,25 відсотка на початку жовтня 2008 року до 1 відсотка в травні 2009 року (див. додаток Д, табл. Д.8)

Починаючи з 2009 року, наслідки Великої рецесії і витрати, з якими довелося зіткнутися урядам країн зони євро, щоб врятувати свої

неплатоспроможні банківські системи, стали призводити до збільшення суверенного боргу в Єврозоні та в кінцевому підсумку викликали питання про стійкість Єврозони [181].

У 2011–2012 роках помітний значний стрибок дохідності довгострокових державних облігацій Італії й Греції (див. рис. 2.24) саме в період виникнення фінансової кризи та кризи державного боргу. На державних ринках облігацій цих країн були стурбовані можливістю дефолту.

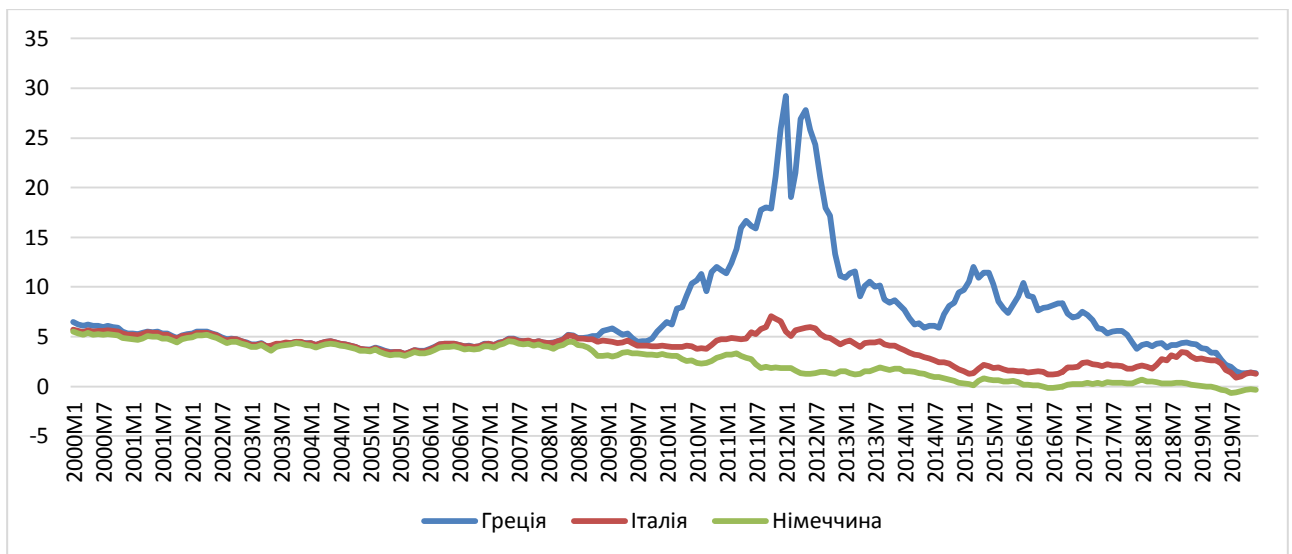


Рис. 2.24. Дохідність 10-річних державних облігацій 2000 – 2019 рр. (%)

Джерело: [202].

Європейський центральний банк відреагував на фінансову кризу 2008 року, а також на наступні банківські кризи та кризи державного боргу, прийнявши низку заходів щодо забезпечення ліквідності банківської системи й стимулювання економічного розвитку країн.

Перш за все Європейський центральний банк збільшив кількість і різноманітність операцій довгострокового рефінансування (LTRO). У звичайний час фінансові установи запозичують кошти в ЄЦБ за допомогою регулярних операцій на відкритому ринку з термінами погашення 7 днів це основні операції рефінансування, або тримісячні LTRO. А в кризових умовах ЄЦБ ввів спеціальні операції рефінансування на 6, 12, 24 і 36 місяців.

У 2009 році ЄЦБ провів три однорічних LTRO, причому перший річний LTRO викликав попит на 442 мільярди євро [101].

У травні 2009 року ЄЦБ оголосив про Програму придбання покритих облігацій (CBPP1), відповідно до якої були куплені облігації приватного сектору на 60 мільярдів євро. ЄЦБ надає великого значення тому, що він перейшов на повну тендерну процедуру з фіксованою ставкою. Європейським центральним банком також був розширений склад активів, які він готовий прийняти в якості забезпечення при наданні ліквідності. Після цього, у травні 2010 року була введена Програма ринку цінних паперів (SMP), яка була призначена для купівлі облігацій суверенного боргу Греції, Ірландії та Португалії на вторинних ринках, у встановлені терміни та на розсуд ЄЦБ. Програма діяла до 2012 року. Щоб програма не впливала на умови ліквідності, Європейський центральний банк повторно поглинав ліквідність, що надавалася через SMP, за допомогою щотижневих операцій з поглинання ліквідності до червня 2014 року. 5 червня 2014 року ЄЦБ зупинив щотижневі операції, остання операція була проведена 10 червня 2014 року.

У 2011 році почала діяти друга програма придбання покритих облігацій (CBPP2) яка тривала до жовтня 2012 року. Згідно з даною програмою ЄЦБ придбав покриті євро облігації на суму в 40 мільярдів євро. Купувалися активи як на первинному, так і на вторинному ринках [101; 181].

У жовтні 2011 року ЄЦБ знову ввів програму LTRO. Фактично, з грудня 2011 року ЄЦБ представив два трирічних LTRO, які викликали надзвичайний попит. Ці операції були реалізовані 21 грудня 2011 року (LTRO I) і 29 лютого 2012 року (LTRO II) [47]. ЄЦБ також знизив відсоткову ставку за резервами з 2 до 1 відсотка, починаючи з грудня 2011 року, що вивільнило понад 100 мільярдів євро [101].

Жодної з цих програм не було достатньо, щоб переконати ринки в відсутності ризику дефолту деяких найбільш проблемних держав-членів, Португалії, Іспанії, Італії та Греції.

Європейський центральний банк оголосив про більш радикальні заходи у серпні та вересні 2012 року. ЄЦБ оголосив про свої плани щодо Прямих валютних операцій (OMT), відповідно до яких він буде купувати борги

проблемних країн на вторинних ринках. Це виявилося довгоочікуваним заходом, який заспокоїв ринки без будь-якої реальної купівлі облігацій. Одного зобов'язання ЄЦБ було достатньо. Прибутковість облігацій проблемних країн помітно впала, зокрема Італії та Греції (див. рис. 2.24). Програма прямих валютних операцій була програмою придбання суверенного боргу і була частиною пакету більш широких інституційних, фіскальних, комунікаційних і регуляторних заходів, які гарантували, що заходи з придбання суверенного боргу будуть спрямовані на скорочення дефіциту [181].

Але разом з тим Європейський центральний банк продовжував свої програми рефінансування, і найбільш масштабними були Цільові операції довгострокового рефінансування (TLTRO). Дані цільові програми, ЄЦБ проводив для створення додаткової грошової маси і переведення її в довгострокові, терміном до чотирьох років, кредити комерційним банкам Єврозони на м'яких умовах. Це повинно було стимулювати банківське кредитування реальної економіки. В рамках цих операцій відсоткова ставка TLTRO залежала від обсягів кредитування банками які беруть участь в програмі. Чим більше банки надають кредитів підприємствам і домогосподарствам, тим більш приваблива ставка за їх запозиченнями в програмі TLTRO. Але в розрахунок цих кредитів не беруться іпотечні кредити [4, 101].

Перша програма TLTRO була реалізована 5 червня 2014 року. 10 березня 2016 року почалася її друга серія (TLTRO II). Ці заходи було вжито з метою зміцнення поточної монетарної політики Європейського центрального банку шляхом стимулювання кредитного сектору Єврозони. Цільовий характер програм проявляється в тому, що кошти надаються комерційним банкам тільки за умови, що вони нададуть їх в якості кредитів нефінансовим організаціям і домогосподарствам.

Третя серія (TLTRO III) була представлена 7 березня 2019 року [47]. Прогнозувалося, що ці кварталні операції допоможуть зберегти сприятливі умови банківського кредитування і підтримають гнучку позицію монетарної

політики. Вони розпочалися у вересні 2019 року і планується їх закінчення в березні 2021 року і мають термін погашення два роки кожен. Відсоткова ставка для кожної операції буде на 10 базисних пунктів вище середньої ставки, яка застосовується до основних операцій рефінансування (MRO) протягом терміну дії відповідного TLTRO. Загальний обсяг реалізованих програм TLTRO представлений в таблиці 2.8

Таблиця 2.8

Цільові довгострокові операції рефінансування ЄЦБ

Дата	Обсяг (млрд євро)
18 вересня 2014	82, 602
11 грудня 2014	129, 84
19 березня 2015	97, 8
18 липня 2015	73, 8
24 вересня 2015	15, 5
11 грудня 2015	18, 3
24 березня 2016	7, 3
23 червня 2016	6,7
24 липня 2016	399,3
22 вересня 2016	45,3
15 грудня 2016	62,2
29 березня 2017	233,47
25 вересня 2019	3,4
18 грудня 2019	97,72
30 січня 2020	0,55
27 лютого 2020	0,81

Джерело: [101]

Згідно з таблицею 2.8, в економіку Єврозони надходять великі обсяги ліквідності. Внаслідок зростання кредитування планується збільшити виробничу активність підприємств і обсяг споживчих витрат населення. Все це робиться з метою збільшення інфляції в зоні євро до цільового рівня і для стимуляції зростання економіки. Таким чином, TLTRO підсилюють поточну позицію ЄЦБ в області монетарної політики та передачу її імпульсів шляхом подальшого стимулювання банківського кредитування реальної економіки.

У червні 2014 року Європейський центральний банк застосував ще один нетрадиційний метод монетарної політики – від’ємні відсоткові ставки. ЄЦБ

ввів від'ємні відсоткові ставки знизивши ставку за депозитами до $-0,1\%$ в липні 2011 року, прагнучи стимулювати економіку [21]. Європейські банки перерахували більше 20 мільярдів євро в Європейський центральний банк за перші п'ять років з моменту введення від'ємних відсоткових ставок. Сьогодні ставки за депозитами Європейського центрального банку все ще є від'ємними і становлять $-0,5\%$ (див. додаток Д, таблиця Д.8).

У вересні 2014 року ЄЦБ запустив нову хвилю нетрадиційної монетарної політики, Програму купівлі активів (APP), з метою пожвавлення окремих сегментів ринку, сприяння наданню кредитів, стимулювання інвестицій та, в кінцевому підсумку, підтримки економічного зростання. Зокрема, 20 жовтня 2014 року ЄЦБ почав купувати облігації в рамках нової Програми придбання покритих облігацій (CBPP3), а 21 листопада 2014 року стартувала Програма купівлі цінних паперів забезпечених активами (ABSPP), у березні 2015 року почала діяти програма придбання активів в державному секторі (PSPP), яка включала купівлі суверенних облігацій з країн Єврозони та наднаціональних європейських установ, а також у березні 2016 року ЄЦБ запустив Програму придбання активів в корпоративному секторі (CSPP) [14, 101]. Обсяг закупівель активів за кожною програмою представлений на графіку 2.25.

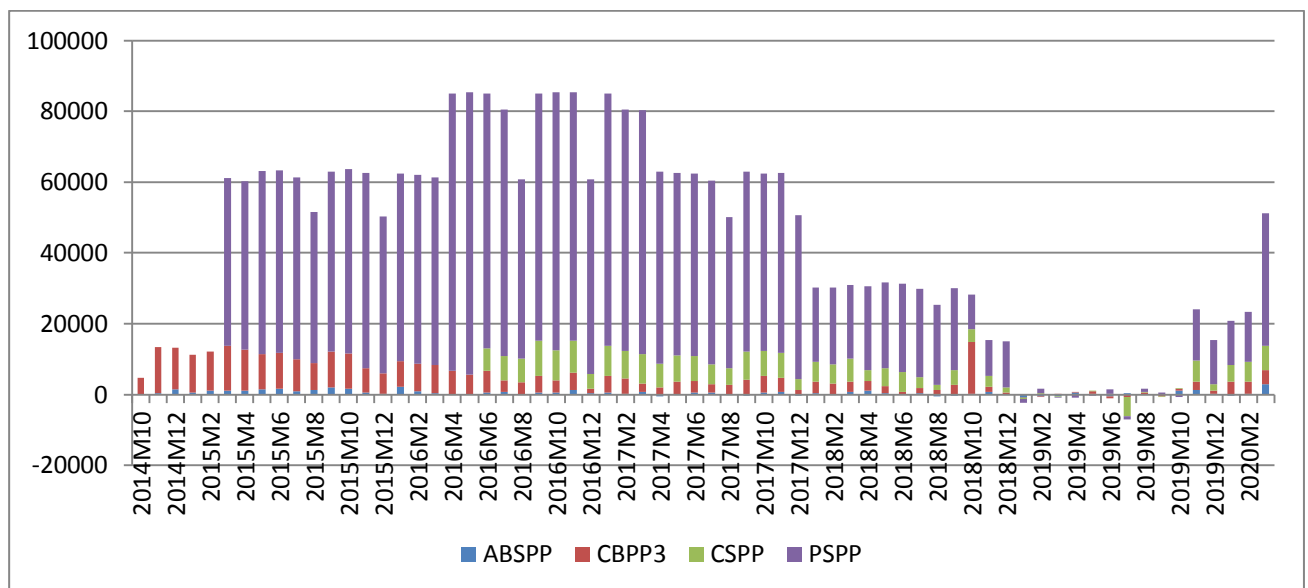


Рис. 2.25. Щомісячні чисті купівлі активів за балансовою вартістю за період з жовтня 2014 до березня 2020 року (млн євро).

Джерело: [101]

Ці програми склали «Кількісне пом'якшення» Європейського центрального банку. У випадку зони євро цей інструмент використовувався не ізольовано, а скоріше як частина комплексного пакету додаткових заходів, прийнятих для боротьби з дезінфляцією. Прийняття таких комплексних заходів ЄЦБ, було обумовлено затяжною кризою в Єврозоні. Рівень безробіття знижувався, але дуже повільно (див рис. 2.22). Темпи зростання в цілому були незначні (див. рис. 2.20). До кінця 2016 року був ризик дефляції (див рис. 2.21), відсоткові ставки від'ємні, і сам ЄЦБ стягував з банків 0,3% річних за утримання їх надлишкових резервів (див. додаток Д. таблиця Д.8)

Щоб запобігти подальшому падінню інфляції нижче нуля в економіці, яка все ще переживає боргову кризу, ЄЦБ витратив 2,6 трлн євро (3 трлн доларів) протягом майже чотирьох років, скуповуючи в основному державний, а також корпоративний борг [101].

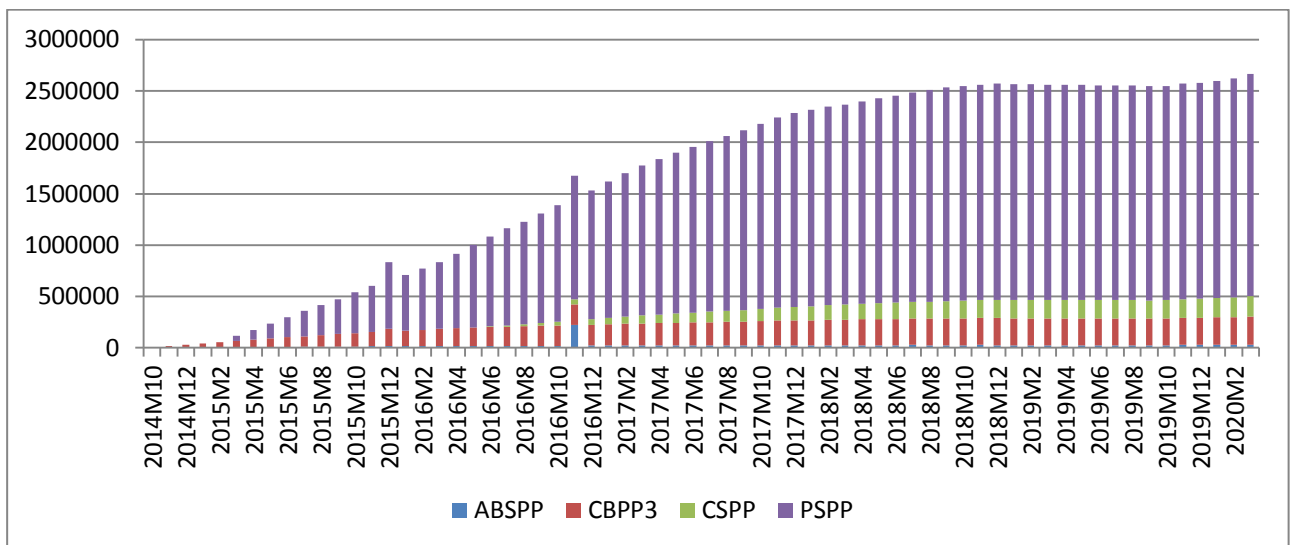


Рис. 2.26. Сукупні чисті обсяги придбання активів за період з жовтня 2014 до березня 2020 року (млн євро)

Джерело: [101]

Рада керуючих Європейського центрального банку прагнула зберегти розмір своїх сукупних чистих купівель активів за кожною програмою APP на відповідних рівнях на кінець грудня 2018 року. У період з січня 2019 року до жовтня 2019 року Європейський центральний банк повністю реінвестував основні платежі за строковими цінними паперами, що знаходилися в портфелях

APP. На графіку 2.26 можна побачити, що рівень активів придбаних відповідно до кожної з програм кількісного пом'якшення ЄЦБ у 2019 році залишається майже незмінним.

Найбільше було придбано активів в рамках програми придбання активів у державному секторі на яку припадає 80 % купівель, за програмою придбання покритих облігацій було куплено 12% активів, за програмою придбання активів у корпоративному секторі – 6%, та за програмою придбання цінних паперів забезпечених активами – 2% активів.

Оцінка ефективності й впливу на фінансові показники політик придбання активів (APP) у період з жовтня 2014 року до лютого 2020 року, здійснюється за допомогою регресійного аналізу, результати якого представлені в таблиці 2.9

Таблиця 2.9

**Результати тесту Гренджера для моделей 1.38 і 1.39 відносно
політики кількісного пом'якшення ЄЦБ**

Індикатори	Лагові значення			
	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP
GY10	5,77 (0,99)	0,20 (0,65)	3,34 (0,18)	5,17 (0,02) ^b
FRY1	4,04 (0,13)	2,98 (0,22)	2,70 (0,25)	4,84 (0,08) ^c
GRY10	1,19 (0,27)	5,36 (0,02) ^b	0,67 (0,71)	12,86 (0,01) ^a
IT Y10	0,03 (0,85)	0,93 (0,62)	4,35 (0,11)	3,31 (0,06) ^c
MSCI EUROPE	13,46 (0,00) ^a	0,81 (0,36)	2,54 (0,46)	0,50 (0,47)
STOXX EUROPE 50	8,03 (0,09) ^c	0,33 (0,56)	0,08 (0,77)	2,22 (0,13)
HICP	6,47 (0,26)	6,71 (0,08) ^b	0,45 (0,49)	2,72 (0,25)
USD/EUR	3,46 (0,06) ^b	2,65 (0,26)	3,33 (0,18)	1,70 (0,19)
GCDS5YE	6,08 (0,01) ^a	0,65 (0,41)	0,77 (0,37)	3,84 (0,04) ^b
GCDS5Y\$	8,68 (0,06) ^c	0,96 (0,32)	0,46 (0,49)	1,24 (0,26)
GCDS10YE	5,05 (0,02)	0,62 (0,42)	0,85 (0,65)	7,27 (0,01) ^a
GCDS10Y\$	14,24 (0,09) ^c	0,99 (0,31)	1,38 (0,23)	0,13 (0,70)

Примітка: В таблиці представлений односторонній зв'язок фінансових змінних зі змінними, які представляють нетрадиційні методи монетарної політики (результати моделей в повному обсязі представлені в додатку Д, табл. Д.9). Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда є Р-значення: а, b, с представляють рівні значущості 1%, 5% і 10% відповідно.

Джерело: розраховано автором

З комплексу програм з придбання активів найбільш впливовими на фінансові показники Єврозони є програма ABSPP, яка впливає на показники

фондових індексів, обмінний курс і спреди кредитних дефолтних свопів, і програма PSPP, яка має вплив на дохідність довгострокових державних облігацій, а також на кредитні свопи.

На дохідність довгострокових державних облігацій Німеччини, Франції та Італії вплинула програма придбання активів в державному секторі (PSPP), дані показники мають прямий зв'язок, що говорить про те, що при розширенні програми дохідність державних облігацій даних країн збільшувалася. Але цей ріст є досить незначним. На дохідність державних облігацій Греції, згідно з результатами регресійного дослідження, мала вплив і третя програма купівлі облігацій (CBPP3), тут також простежується пряма залежність. Це можливо пов'язано зі зниженням обсягів закупівлі грецьких державних облігацій тому, що їх основна маса до початку даної програми вже була викуплена в рамках перших двох програм (CBPP1 та CBPP2).

На гармонізований індекс споживчих цін впливає третя програма купівлі облігацій (CBPP3), і ці показники мають зворотний зв'язок, тобто зі збільшенням обсягу придбаних активів за даною програмою індекс зменшується, імпульсний відгук має значення починаючи з 4 періоду (див. додаток Д. табл. Д.10).

На спреди п'ятирічних кредитних дефолтних свопів Німеччини в євро впливають купівлі активів в рамках програм ABSPP і PSPP, завдяки їм спреди спочатку збільшуються, а згодом простежується тенденція до зниження. На десятирічні спреди в євро має вплив програма PSPP, що призводить до росту даного показнику. В реакції п'ятирічних і десятирічних кредитних свопів. Німеччини в доларах США простежується зростання, з початком впровадження програми ABSPP. Але ці програми мають обмежений вплив на спреди кредитних дефолтних свопів (див. додаток Д. табл. Д.10)

Отже, можна зробити висновок, що вплив політики кількісного пом'якшення Європейського центрального банку на фінансові показники є неоднозначним.

Оскільки основні відсоткові ставки наближаються до нульової нижньої межі, політика кількісного пом'якшення замінила відсоткові ставки у якості основного інструменту монетарної політики.

У результаті великомасштабних операцій з придбання активів баланс Європейського центрального банку значно збільшився.

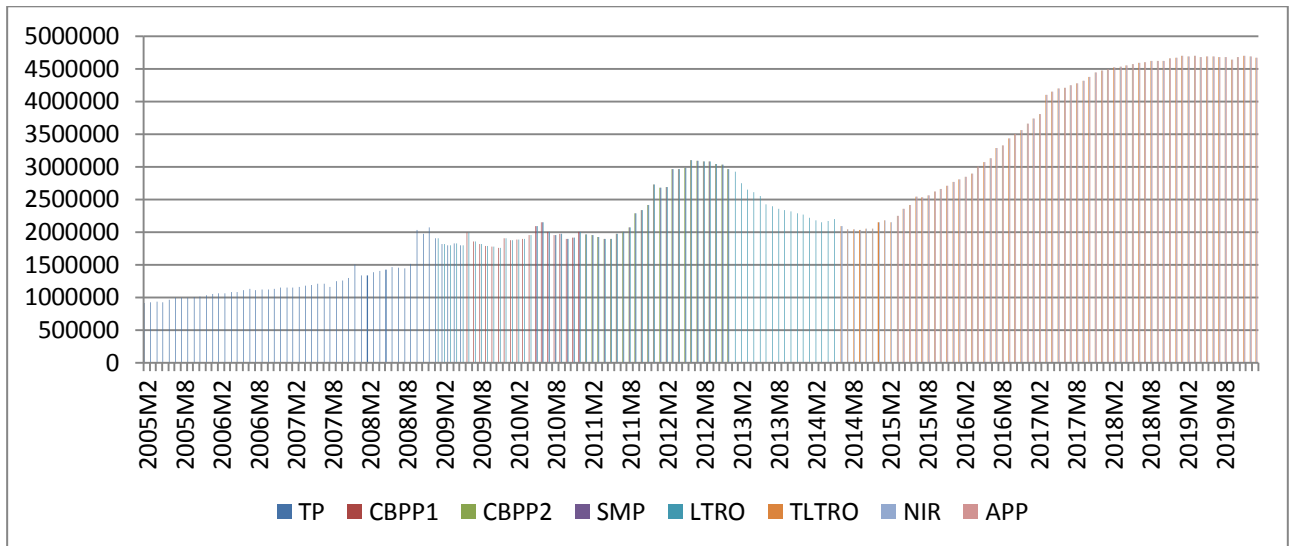


Рис. 2.27. Баланс ЄЦБ, січень 2005–лютий 2020 рр. (млн євро)

Джерело: [101]

Помітне збільшення балансу Європейського центрального банку простежується у 2012 році, у період розширення програм довгострокового рефінансування. А в період проведення політики кількісного пом'якшення з 2014 року баланс Європейського центрального банку збільшився до 4,65 трлн. євро [49]. Розмір балансу Європейського центрального банку більш ніж подвоївся з початку 2015 року.

13 грудня 2018 року Рада керівників Європейського центрального банку ухвалила рішення припинити чисті купівлі активів в рамках APP. Але через те, що головна ціль інфляції у 2% не була досягнута та були необхідними подальші стимули економічного розвитку в вересні 2019 року, президент ЄЦБ – Маріо Драгі, оголосив про подальше зниження ставки рефінансування до -0,5%, а також Рада керівників ЄЦБ ухвалила рішення про відновлення політики з придбання активів (APP), і з 1 листопада 2019 року проводилися щомісячні купівлі активів у розмірі 20 млрд євро [96].

Загальний вплив нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ, у період з січня 2009 року до лютого 2020 року, на фінансові показники Єврозони оцінюється за допомогою регресійних моделей, результати яких представлені в Таблиці 2.10

Таблиця 2.10

Результати тесту Гренджера для моделей 1.32– 1.37 щодо нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ

Індикатори	Лагові значення		
	AssetsCB	Monetary Base	CBrate
GY10	1,95 (0,37)	0,71 (0,70)	6,27 (0,06) ^c
FRY1	1,39 (0,49)	1,51 (0,46)	8,80 (0,06) ^c
GRY10	20,63 (0,00) ^a	15,93 (0,00) ^a	36,86 (0,00) ^a
IT Y10	1,61 (0,44)	0,40 (0,52)	27,60 (0,00) ^a
MSCI EUROPE	1,38 (0,23)	1,05 (0,30)	10,75 (0,00) ^a
STOXX EUROPE 50	1,77 (0,41)	1,03 (0,30)	25,38 (0,00) ^a
HICP	12,50 (0,02) ^b	12,38 (0,03) ^b	5,37 (0,37)
USD/EUR	11,98 (0,00) ^a	8,02 (0,02) ^b	8,01 (0,02) ^b
GCDS5YE	6,76 (0,23)	8,12 (0,14)	46,54 (0,00) ^a
GCDS5Y\$	4,91 (0,42)	14,86 (0,03) ^b	15,23 (0,00) ^a
GCDS10YE	5,76 (0,32)	5,79 (0,33)	23,49 (0,00) ^a
GCDS10Y\$	4,94 (0,42)	19,31 (0,01) ^a	24,49 (0,00) ^a

Примітка: В таблиці представлений односторонній зв'язок фінансових змінних зі змінними, які представляють нетрадиційні методи монетарної політики (результати моделей в повному обсязі представлені у додатку Д, табл. Д.11). Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда є Р-значеннями: а, b, с представляють рівні значущості 1%, 5% і 10% відповідно.

Джерело: розраховано автором

Зміна короткострокової ставки рефінансування ЄЦБ має вплив на довгострокові ставки державних облігацій у всіх досліджуваних країнах. Цей показник також впливає і на показники фондових індексів понижуючи їх значення.

Вагомий вплив нетрадиційна монетарна політика має і на 10-річні державні облігації Греції. Збільшення активів європейського центрального банку і монетарної бази призводить до зменшення дохідності державних облігацій Греції з 3-го періоду (див. додаток Д, табл. Д.12)

Збільшення обсягу балансу Європейського центрального банку та монетарної бази впливають на гармонізований індекс інфляції в зоні євро,

збільшуючи його, що свідчить про ріст інфляції. Нетрадиційна монетарна політика також призводить до зменшення обмінного курсу.

Среди досліджуваних кредитних дефолтних свопів на монетарні шоки реагують спочатку їх ростом, а потім помірним зниженням.

Зміни у прибутковості суверенних облігацій і середях кредитних дефолтних свопів вказують на те, що нетрадиційна монетарна політика зіграла свою роль в зниженні премій за ризик на ринках суверенних облігацій.

Як і передбачалося, нетрадиційна монетарна політики підтримала економічне зростання, ріст ВВП, промислового виробництва, кредитування, але інфляція залишається пригніченою, що ускладнює вихід з нетрадиційної політики і гарантує, що відсоткові ставки будуть залишатися на рекордно низьких рівнях протягом деякого часу.

Епідеміологічні події 2020 року змусили ЄЦБ розширити свою нетрадиційну монетарну політику, запустивши програму придбання активів у надзвичайних ситуаціях (PEPP) – це нетрадиційний метод монетарної політики, був розпочатий у березні 2020 року для протидії серйозним ризикам, які були викликані спалахом коронавірусу (COVID-19). PEPP – це тимчасова програма з придбання приватних і державних цінних паперів, загальна сума яких становить 750 мільярдів євро. Відповідно до PEPP відмова від кваліфікаційних вимог буде надано для цінних паперів, випущених урядом Греції. Крім того, нефінансові комерційні папери тепер будуть купуватися як в рамках програми PEPP, так і в рамках програми з купівлі активів в корпоративному секторі (CSPP). Термін погашення цінних паперів державного сектору, відповідно до PEPP, становить від 70 днів до 30 років [101]. Таблиця 2.11 представляє останні дані щодо обсягу придбаних активів Європейським центральним банком на початку 2020 року.

Як видно з таблиці 2.11, ЄЦБ поступово нарощує обсяги закупівель активів. Як і раніше, найбільша частина закупівель відбудеться в державному секторі згідно з програмою PSPP. Ці заходи сприяють збільшенню балансу

ЄЦБ, який у квітні 2020 року склав 6 065 527 млн євро., в порівнянні з 4 691 998 млн євро у грудні 2019 року.

Таблиця 2.11

Обсяг придбання активів у 2020 році (млн євро на кінець місяця)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Квітень 2020	30 886	277 696	207 067	2 189 257	2 704 906
Травень 2020	30 886	281 481	212 505	2 218 218	2 743 090

Джерело: складено автором на основі [101]

Рада керуючих припинить купувати активи в рамках РЕPP, як тільки вирішить, що кризова фаза COVID-19 завершена, але в будь-якому випадку не раніше кінця 2020 року.

У результаті можна зробити висновок, що з 2008 року Європейський центральний банк проводив нетрадиційну монетарну політику комбінуючи різні види попереднього керівництва, політики кредитного, кількісного пом'якшення та від'ємних відсоткових ставок.

Сьогодні нетрадиційна монетарна політика залишається актуальною для ЄЦБ. Але перехід розвинених країн на початку 2020 року до нової фази кількісного пом'якшення відбувається в умовах, коли ще не відбувся повноцінний вихід з раніше проведеної політики монетарного стимулювання. Це означає, що розвинені країни продовжують перебувати в зоні нульової відсоткової ставки, яка в теорії вважається «пасткою ліквідності». Виходячи з цього можливість застосування мір відсоткової політики зараз набагато менша, ніж напередодні світової фінансової кризи. Слід також зауважити, якщо підтримувати довгий період занадто низькі відсоткові ставки, центральні банки можуть прийти до того моменту коли вони стануть неідеальними. Коли відсоткові ставки дуже низькі, уряди не мають стимулів скорочувати свій борг і фактично мають більше стимулів позичати. Це є значним викликом для подальшого монетарного регулювання.

Висновки до розділу 2

У результаті проведеного дослідження світового досвіду застосування нетрадиційних методів монетарної політики було зроблено такі висновки:

1. З початку світової фінансової кризи центральні банки країн з розвиненою економікою активно використовували нетрадиційну монетарну політику. Хоча кінцеві цілі монетарної політики – спочатку забезпечення ліквідності з метою ослаблення стресу на фінансових ринках і фінансових обмежень в економіці, а потім стимулювання економіки й інфляції – були більш-менш однаковими, але спостерігалися й фундаментальні відмінності в стратегіях ФРС, з одного боку, і центрального банку Японії та ЄЦБ, з іншого. Перші програми ФРС більше були зосереджені на купівлі активів, Банк Японії та ЄЦБ на початковому етапі сконцентрувалися на прямому кредитуванні банків. Ця різниця була обумовлена тим фактом, що фондовий ринок є відносно більш домінуючим в США, в той час як банківське кредитування є основним джерелом фінансування в Японії та ЄС. Наступним етапом було прийняття політики кількісного пом'якшення вже трьома банками. Контроль грошової бази є найбільш важливим елементом політики кількісного і якісного пом'якшення (QQE) в Японії та програми придбання активів (APP) ЄЦБ, що вказує на зміну основної операційної цілі, це означає, що досягнення мети грошової бази мало пріоритет в проведенні монетарної політики. Але головною операційною ціллю ФРС була ставка за федеральними фондами, навіть коли відбулося значне розширення її балансу внаслідок купівлі активів. з метою зниження довгострокових відсоткових ставок.

2. Апробацію авторських моделей дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики на фінансові показники Японії було здійснено для двох періодів. При аналізі першого періоду дослідження, з 2000 по 2006 рік, було виявлено значний вплив політики кількісного пом'якшення, на фондові індекси та на інфляційні тенденції, які продемонстрували зростання. Під час дослідження другого періоду застосування нетрадиційних методів монетарної

політики в Японії, було виявлено значний вплив на довгострокові ставки, що знизилися, фондові індекси та спреди 5 і 10 – річних кредитних дефолтних свопів, також значний вплив зміни в балансі центрального банку Японії мали на показники обмінного курсу, завдяки чому японська єна в цей період мала тенденцію до девальвації, що є стимулюючим фактором для японського експорту.

3. У процесі здійснення емпіричних оцінок впливу нетрадиційних методів монетарної політики ФРС на фінансові показники США, було виявлено значний взаємозв'язок змін в обсязі балансу ФРС, грошової бази та ставці за федеральними фондами з дохідністю довгострокових державних облігацій, фондовими індексами, обмінним курсом та рівнем інфляції. Тенденції змін досліджуваних показників є неоднорідними, але загалом нетрадиційна монетарна політика ФРС мала позитивний вплив на економічний розвиток в США.

4. Нетрадиційні методи монетарної політики ЄЦБ значно впливають на фінансові показники Єврозони. Значний вплив збільшення балансу ЄЦБ має на довгострокові державні облігації Греції, дохідність яких значно знизилася. Виявлено також помітний вплив і на інфляційні тенденції, обмінний курс. Менший вплив зміни в монетарній політиці Європейського центрального банку мають на довгострокові державні облігації Німеччини, Франції та Італії, а також на спреди кредитних дефолтних свопів. Всі ці показники демонструють важливість нетрадиційних методів монетарної політики при зниженні премій за ризик на ринках державних облігацій.

5. Нетрадиційна монетарна політика досліджуваних центральних банків розвинених країн підтримала економічне зростання, збільшення промислового виробництва, покращення фінансових умов, стимулювала зниження довгострокової дохідності державних облігацій, але головна ціль – стабільний рівень інфляції (2%) жодним з банків не була досягнута.

Основні результати проведеного дослідження опубліковані в працях [3, 4, 5, 47, 49, 50].

РОЗДІЛ 3

ВПЛИВ НЕТРАДИЦІЙНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ РОЗВИНЕНИХ КРАЇН НА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇН З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ

3.1. Канали впливу нетрадиційної монетарної політики центральних банків розвинених країн на економіку країн з ринком, що формується

Сучасні процеси глобалізації та тісні економічні взаємозв'язки між країнами диктують такі умови, що на практиці діяльність центральних банків різних країн світу може корелювати на міжнародному рівні. Центральні банки часто реагують схожим чином на загальні глобальні шоки, наприклад, зміни цін на сировину або фінансові умови. Крім того, стабілізація обмінного курсу може змусити, центральний банк дотримуватися монетарної політики іншої країни. Таким чином зміни монетарної політики в одній країні можуть впливати на монетарну політику іншої країни.

Реалізація нетрадиційної монетарної політики центральними банками розвинених країн була необхідним заходом у сформованих несприятливих з економічної точки зору умовах. Дані заходи мають позитивні внутрішньодержавні ефекти такі як збільшення темпів економічного зростання, зайнятості, рівня споживання і покращення роботи фінансових ринків. При цьому іншою стороною нетрадиційних методів монетарної політики є транскордонні ефекти, зокрема вплив на національні економіки країн з ринком, що формується.

Процес поширення кризових явищ, так і методів боротьби з ними відбувається через канали як реального сектору економіки, насамперед за допомогою зовнішньоторговельних зв'язків, так і через фінансовий сектор за допомогою транскордонного руху капіталу. Беручи до уваги процеси глобалізації й відкритість економік більшості країн світу, які сприяють поширенню впливу процесів, що відбуваються в одних країнах в інші країни,

міжнародне поширення внутрішньої монетарної політики розвинених країн відбувається в усьому світі, але її інтенсивність варіюється від країни до країни в залежності від каналів передачі. Загалом науковці виділяють такі основні канали передачі нетрадиційної монетарної політики: канал сигналізації, канал перебалансування портфеля та канал ліквідності [67, 75, 81, 98, 123, 131, 150]. Ці канали передачі можуть стимулювати потоки капіталу та зміни в очікуваннях, що у свою чергу через торговельні зв'язки, обмінні курси впливає на іноземні економіки.

Прикладами прямого впливу монетарної політики через канал сигналізації можуть виступати заяви монетарних органів розвинених країн щодо проведення нетрадиційної монетарної політики. Наприклад, заява ФРС 16 грудня 2008 року, коли FOMC знизив цільову відсоткову ставку до майже нульового рівня і вказав, що він очікує «виключно низький рівень ставки федеральних фондів протягом деякого часу». 18 березня 2009 року FOMC змінив оголошення, щоб вказати що очікується «виключно низький рівень ставок федеральних фондів протягом тривалого періоду» [106]. Банк Японії взяв на себе зобов'язання, що буде підтримувати політику практично нульової відсоткової ставки до тих пір, поки він не винесе рішення, виходячи з розуміння середньо- і довгострокової стабільності цін (в позитивному діапазоні 2 відсотки). Це зобов'язання говорить про майбутні відсоткові ставки з деякими умовами. Потім в рамках QQE центральний банк Японії взяв на себе два зобов'язання: по-перше, якомога швидше досягти мети цінової стабільності, яка дорівнює 2-відсоткового рівня інфляції (CPI) та продовжити QQE якщо це необхідно для підтримки стабільної інфляції [106]. Заява ЄЦБ, яка використовувалася в період з липня 2013 року до січня 2016 року, про те, що ключові відсоткові ставки ЄЦБ залишаться на поточному або більш низькому рівні протягом тривалого періоду часу [123].

Наведені приклади оголошень центральних банків, які в науковій літературі називаються попереднім керівництвом, через канал сигналізації впливають на очікування громадськості, що призводить до змін в стратегії

поведінки учасників фінансового ринку та зрештою впливають на економічний розвиток країн. У своїх дослідженнях П. Гупта, О. Масетті, Д. Розенблатт [123], Р. Раджан [176], М. Ерманн, Г. Габалло, П. Гофманн, Г. Штрассер [98], М. С. Карстен і Н. Г. Теохаріс [75] доводять, що оголошення центральних банків розвинених країн про застосування нетрадиційних методів монетарної політики впливають на обмінні курси, ціни на акції та прибутковість облігацій країн з ринковою економікою, що розвивається.

Слід також зазначити, що канал сигналізації не може бути ефективним без каналу довіри, який працює через оголошення монетарної політики, особливо ті, які стосуються нестандартних заходів, допомагають боротися з ринковою невизначеністю в країнах з розвинутою економікою і за їх межами. Загалом, ефект довіри може впливати на фінансові активи в будь-якому напрямку. Наприклад, зміна довіри до розвинених країн завдяки рішенням в області монетарної політики може викликати, завдяки очікуванням, потоки капіталу, різної направленості. Низький рівень довіри може стимулювати потоки з розвинених країн в країни з ринком, що формується, проте, у той саме час повернення довіри до розвинених країн може також викликати повторні ризики й відтік капіталу з країн з ринком, що формується.

Наступним каналом передачі нетрадиційних заходів монетарної політики є канал перебалансування портфеля. Ідея цього каналу заснована на змінах загальної вартості та складу активів центрального банку та їх вплив на рішення економічних агентів. Канал балансу портфеля має на увазі, що нетрадиційні заходи монетарної політики, зокрема кількісне пом'якшення центрального банку, будуть впливати на строкову премію щодо довгострокових відсоткових ставок через недосконалу взаємозамінність між цінними паперами з різними термінами погашення або класами активів [150]. Скорочення пропозиції будь-якого активу має знизити очікувану прибутковість за цим активом. Отже, інвестори виходячи з цього диверсифікують свій портфель, включаючи активи як з низьким рівнем ризику, так і з низькою прибутковістю, так і активи з високим ступенем ризику і високою прибутковістю.

Припущення про недосконалу заміну активів і сегментації ринку змінює спосіб, за допомогою якого придбання активів центральним банком впливає на портфелі ринкових агентів. Коли центральні банки починають купувати обраний клас активів, їх доступність на ринку знижується через так званий ефект місцевої пропозиції. Разом з тим, економічні агенти диверсифікують свої портфелі, щоб залишатися в певному сегменті ринку [59; 131]. Процес кількісного або якісного пом'якшення призведе до зростання цін на активи, куплені центральним банком. Ці ціни будуть залежати від змін у портфелях приватного сектору. На відміну від сигнального каналу, який підкреслював вплив нетрадиційних інструментів на безризикову відсоткову ставку, заміщення активів буде впливати на інший компонент ринкових відсоткових ставок, наприклад, премія за термінами, пропорційна даті погашення активу, премія за замовчуванням, пов'язана з оцінкою ризику дефолту емітента [143]. Зменшення цих компонентів може також привести до загального зниження різних відсоткових ставок, збільшення доступності кредитів для домашніх господарств і корпорацій, а також до збільшення споживання та інвестицій, і це у свою чергу може стимулювати трансграничні потоки капіталу з огляду на те, що в розвинених країнах дохідність цінних паперів значно нижча ніж в країнах з ринком, що формується (див рис. 2.10, 2.19, 2.24, 3.1).

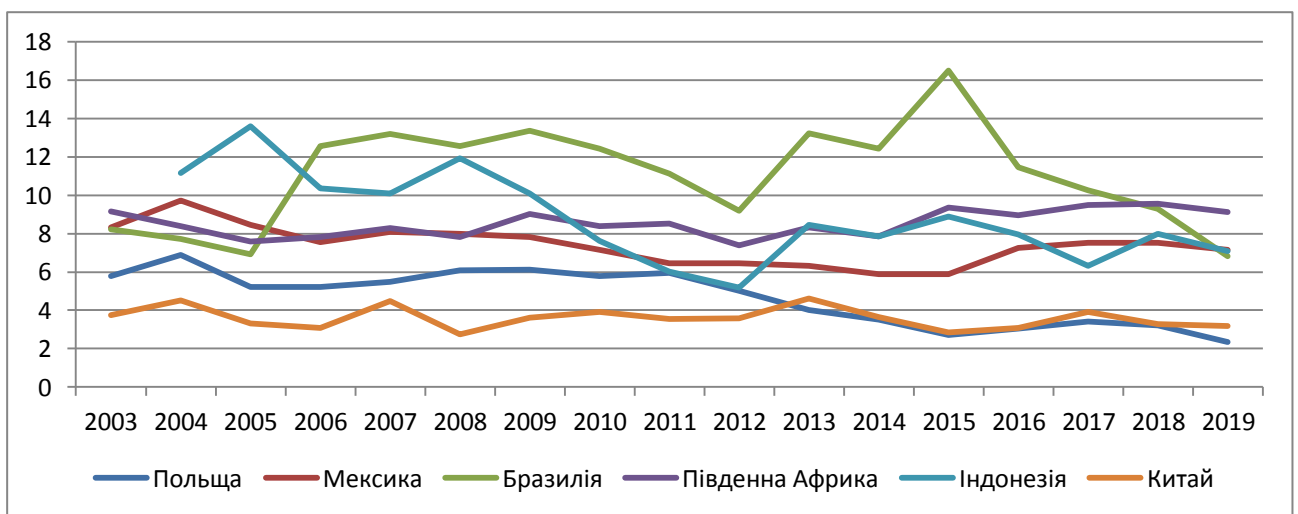


Рис. 3.1. Дохідність державних 10-річних облігацій найбільших країн з ринком, що формується різних регіонів світу(%)

Джерело: [202]

Придбання Федеральною резервною системою, Європейським центральним банком та центральним банком Японії цінних паперів впливає на доступність цих активів для приватних інвесторів, які будуть схильні замінювати ці активи на інші аналогічної якості, вони можуть бути як внутрішні так і міжнародні, підвищуючи ціну цих активів. Ця заміна вплине на всі цінні папери, чий прибуток залежать від придбаного активу.

Заміна інвесторами своїх активів розвинених країн на активи країн з ринком, що формується впливає на відсоткові ставки й дохідність активів цих країн, зокрема простежується тенденція до зниження дохідності довгострокових цінних паперів (див. рис. 3.1).

Казначейські цінні папери США грають важливу роль у світовій економіці, тому що долар США є основною резервною валютою. Якщо придбання активів ФРС зменшує прибутковість довгострокових облігацій в США, інвестори можуть звернутися до активів ринків, що розвиваються з аналогічними термінами погашення, щоб скорегувати свій прибуток з більш високим ризиком [80]. Наприклад, в стандартній моделі балансу портфеля купівлі ЄЦБ короткострокових і довгострокових державних облігацій зони євро знизять їх прибутковість у порівнянні з подібними облігаціями, наприклад країн ЦСЄ. Інвестори можуть звернутися до активів в Центральній і Східній Європі для отримання більш високої прибутковості з поправкою на ризик, що призведе до зниження прибутковості облігацій і підвищення цін на активи після введення ЄЦБ заходів акомодатії [87]. Подібні тенденції також простежуються коли Японський центральний банк купує короткострокові й довгострокові державні облігації, це викликає зниження прибутковості цих цінних паперів у порівнянні з зобов'язаннями менш розвинених країн Азії.

Більш висока дохідність цінних паперів країн з ринком, що формується в порівнянні з цінними паперами розвинених країн, де дохідність майже нульова, а в деяких країнах і від'ємна, що викликано нетрадиційною монетарною політикою, може стимулювати трансграничні потоки капіталу.

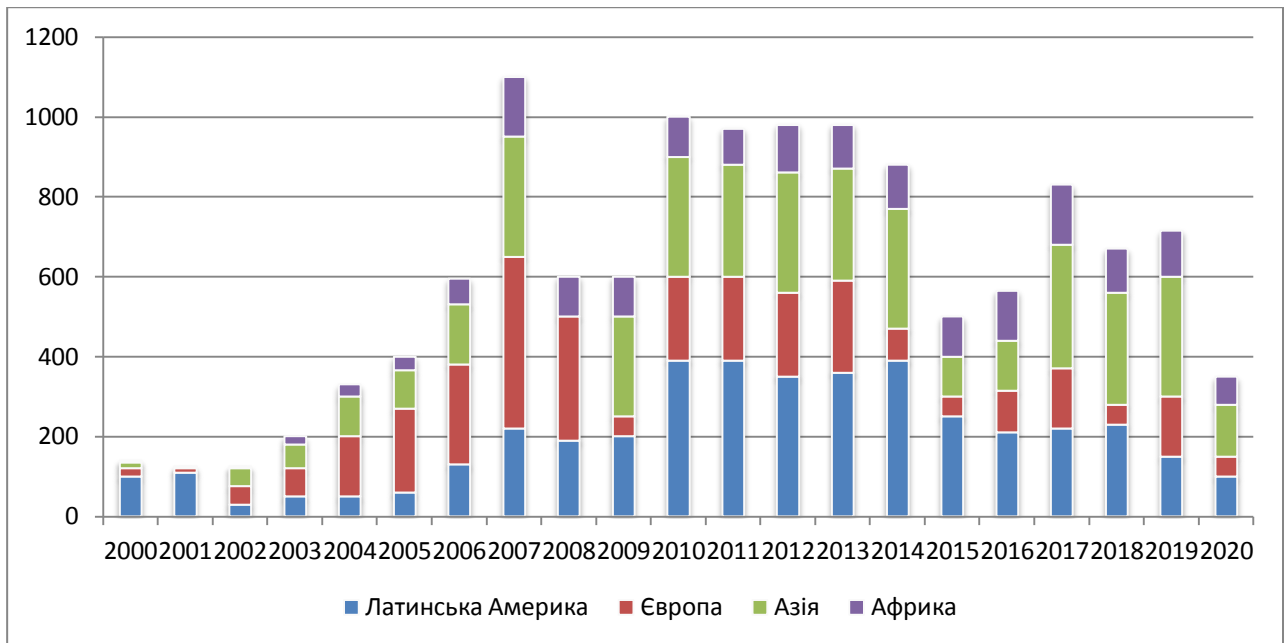
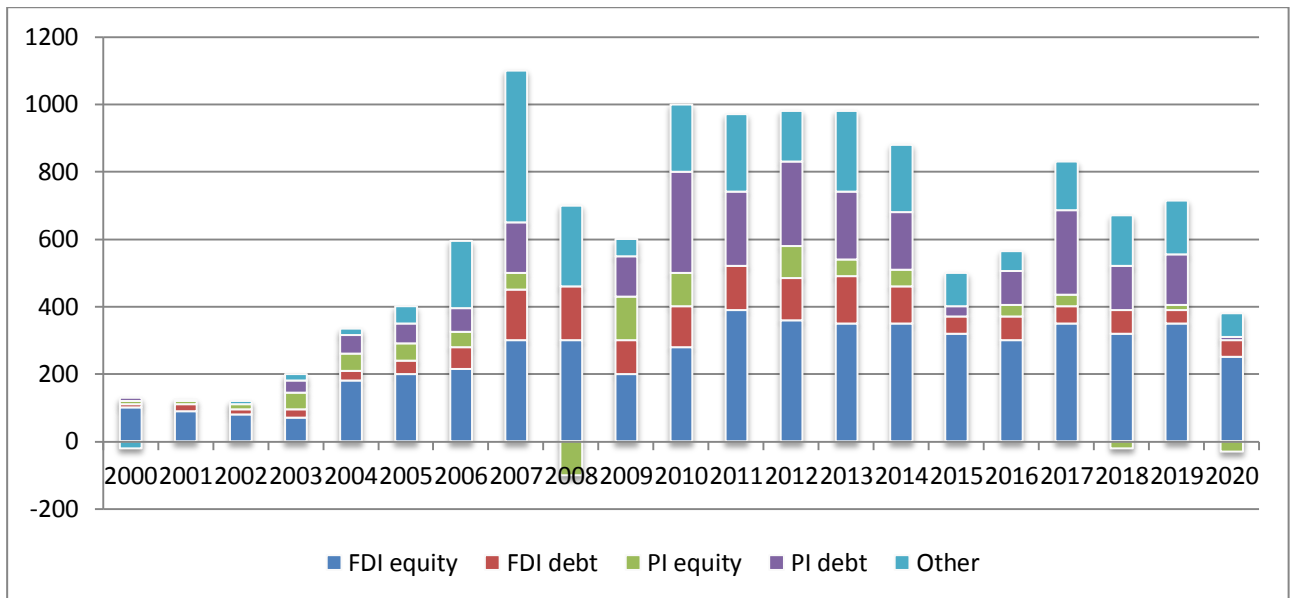


Рис. 3.2. Обсяг інвестицій у країни з ринком, що формуються за регіональною ознакою (загальні потоки нерезидентів у млрд дол. США, 2020 р. прогноз)

Джерело: [72]

Інвестиційні потоки в країни з ринком, що формуються до світової фінансової кризи 2008 року мали висхідний тренд. Основні потоки інвестицій направлялися в країни Європи, трішки менше в країни Азії та Латинської Америки, і найменше до країн Африки. А в період кризи помітне значне скорочення потоків капіталу у країни з ринком, що формується. Потоки відновилися у 2010 році та мали майже однаковий розмір до 2015 року, коли відбулося різке скорочення інвестицій в досліджувані країни (див. рис. 3.3), що припадає саме на період припиненням політики кількісного пом'якшення Федеральною резервною системою США. У наступні роки тенденція була неоднозначною. У післякризовий період, також змінилися і напрямки потоків, збільшився обсяг інвестицій у країни Латинської Америки й Азії, саме в ті періоди коли ФРС і банк Японії застосовували нетрадиційні методи монетарної політики. Також значно зменшилися потоки капіталу в країни Європи, що пов'язано з борговою кризою в зоні євро та більш низькими темпами розвитку країн даного регіону.



Примітка: FDI equity – прямі іноземні інвестиції в капітал; FDI debt – прямі іноземні інвестиції в боргові папери; PI equity – портфельні іноземні інвестиції в капітал; PI debt – портфельні іноземні інвестиції в боргові папери; Other – інші інвестиції.

Рис. 3.3. Обсяг інвестицій у країни з ринком, що формуються за видами інвестицій (загальні потоки нерезидентів у млрд дол. США, 2020 р. прогноз)

Джерело: [72]

При цьому капітал з розвинених країн осідав в країнах з ринком, що формується більшою мірою у вигляді прямих іноземних інвестицій в капітал протягом всього досліджуваного періоду (див. рис. 3.3). Але з 2007 року збільшувалася частка і прямих інвестицій в боргові папери, а також значно збільшилися обсяги портфельних інвестицій які направлялися насамперед в боргові інструменти країн з ринком, що формується. Сьогодні всі країни світу знаходяться в стані кризи викликаній епідемією COVID-19 і заходами протидії розповсюдження захворювання. Все це, безумовно змінює економічні умови у світі й, за даними ЮНКТАД, приріст світового ВВП становить -2,8%, що більше ніж під час кризи 2008–2009 року коли даний показник знизився до -2,1%. Зокрема, очікується, скорочення зростання в країнах з ринком, що формується, найбільше падіння відбудеться в країнах Європи та Латинської Америки – 4,7% та 5,0% відповідно, а в розвинених країнах зростання економіки різко зменшиться – США на 3,8%, Японія – на 4,2% та Єврозона – на 5,7% [72]. У першому кварталі 2020 року спостерігався найбільший відтік капіталу з країн з ринком, що формується, який значно перевищив найгірші

показники в період великої рецесії 2008 року. Хоча й очікується відновлення потоків на ринки, що розвиваються, у другій половині 2020 року, але вони скоріш за все не матимуть необхідної сили, щоб повернути потоки капіталу на рівень до 2019 року. Відновлення потоків, швидше за все, буде наслідком економічної активності, насамперед країн з ринком, що формується в Азії й Латинській Америці (див. рис.3.2), а також однією з причин можуть бути нові програми монетарного пом'якшення які запровадили центральні банки розвинених країн на початку 2020 року.

Підтвердженням того, що нетрадиційні методи монетарної політики центральних банків розвинених країн впливають на фінансові ринки країн з ринком що формується, зокрема на фондовий ринок, є тенденції фондових індексів. Основними індексами які відображають стан фінансового ринку країн з ринком, що формується є індекс Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Markets Index, який являє собою індекс, що використовується для вимірювання ефективності фондового ринку в країнах з ринком що, розвивається. Індекс ринків, що розвиваються MSCI складається з 26 країн і займає 13% світової капіталізації ринку акцій. А також індекс J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (JPM EMBI) Global Total Return в який включені номіновані в доларах США облігації Брейді (Brady bonds), єврооблігації, кредити й локальні боргові інструменти, емітовані країнами з ринком, що формується.

На графіку 3.4 можна спостерігати тенденції двох індексів які відображають стан фондового ринку країн з ринком, що формуються. До світової фінансової кризи індекси зростали. Однією з основних причин такого тренду було зростання світової економіки, де ринки, що розвиваються мали значний внесок. Але з початком Великої рецесії індекси різко впали. MSCI індекс демонстрував низькі показники протягом періоду з жовтня 2008 року до березня 2009 року, після чого став швидко відновлюватися. Різке падіння знову сталося у 2011, 2013 році, а також зниження індексу простежується у 2015 році. В інші роки тренд показника індексу MSCI мав більш стабільну тенденцію з

короткочасними корекціями. А зростання індексу JPM EMBI Global було перервано у вересні–листопаді 2008 року, тобто в період посилення і розвитку світової економічної кризи, але до вересня 2009 року індекс повернувся на докризовий тренд зростання.

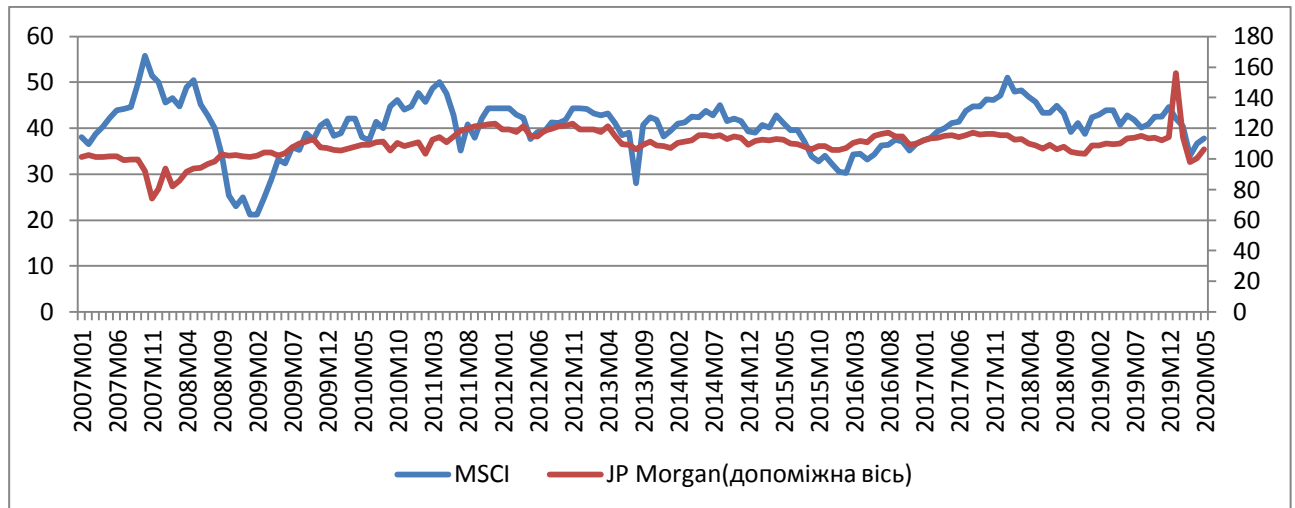


Рис. 3.4. Динаміка фондових індексів MSCI й JPM EMBI січень 2007–травень 2020 рр.

Джерело: [203]

Відзначимо, що період росту ринку акціонерного капіталу країн з ринком, що формується припає на початок програм кількісного пом'якшення та інших нетрадиційних монетарних заходів центральних банків розвинених країн, а період хвилеподібного застою, збігся з періодами припинення та поновлення мір нетрадиційної монетарної політики. У зв'язку з цим можна припустити, що нетрадиційні монетарні заходи регуляторів США, Єврозони, Великобританії та Японії мають на аналізовані показники певну частку впливу. Наприклад, найбільше зниження індексів відбулося в середині 2013 року, коли посилювалися очікування учасників як розвинених, так і країнах з ринком, що формується, щодо звуження третього раунду кількісного пом'якшення ФРС (QE3). Подальше відновлення зростання індексу відбувалося на тлі запуску нових програм кількісного пом'якшення банку Японії та розвитку програм ЄЦБ. Все це дозволяє зробити висновок, що фондові ринки країн, що розвиваються знаходяться під впливом монетарної політики центральних банків розвинених країн.

Ще одним каналом передачі нетрадиційної монетарної політики є канал ліквідності, який іноді називають каналом банківського фінансування. Відповідно до досліджень [91; 131], вплив нетрадиційних інструментів слід розглядати головним чином через збільшення зобов'язань центрального банку і пропозиції резервів. Таким чином, така політика повинна поліпшити баланс фінансових установ і збільшити загальну доступність зовнішнього фінансування для економічних агентів. Щоб бути ефективними, нетрадиційні методи монетарної політики повинні, відповідно до каналу ліквідності, сприяти доступній ліквідності для фінансових установ. Прикладами таких заходів є довгострокові операції на відкритому ринку і посилення підтримки ліквідності для певних сегментів ринків.

Нетрадиційні заходи монетарної політики через канал міжнародної ліквідності можуть вплинути на умови кредитування в досліджуваних країнах. Наприклад, внаслідок полегшення доступу банків до міжбанківських ринків, банки, що працюють в країнах з ринком, що формується, можуть отримати дешеву ліквідність від материнських банків, замість дорогої ліквідності на місцевому міжбанківському ринку.

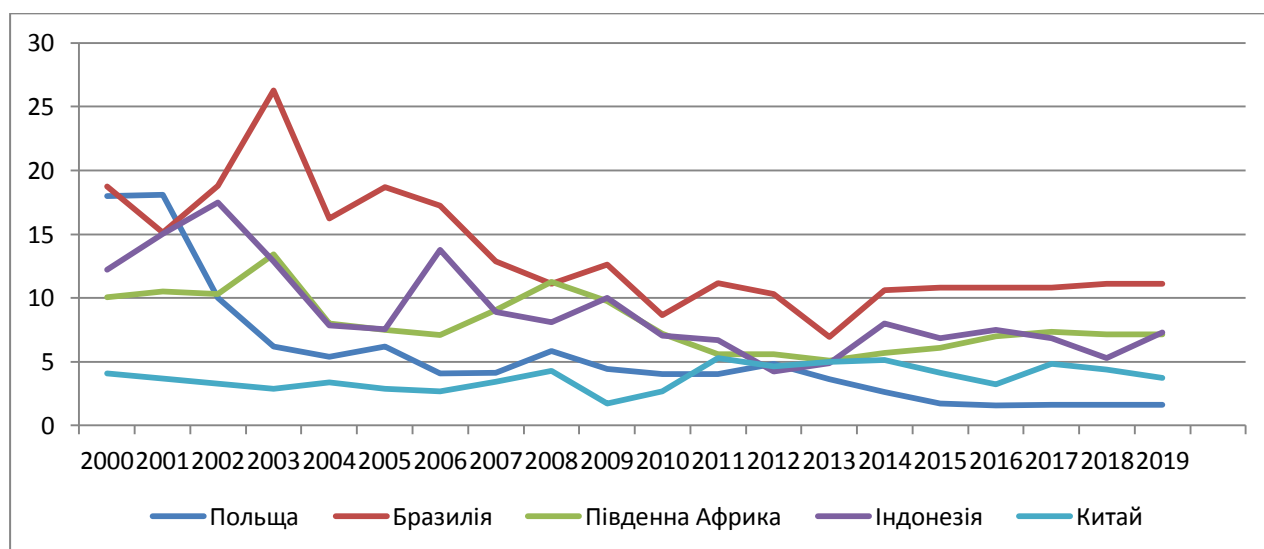


Рис. 3.5. 3-місячна міжбанківська ставка найбільших країн з ринком, що формується різних регіонів (%)

Джерело: [202]

Зниження міжбанківської ставки в розвинених країнах, спонукало до зниження міжбанківської ставки в країнах з ринком, що формується. Ці висновки підтверджуються у роботі С. Керна який вважає, що такий стан викликає зниження попиту на кредити в місцевій валюті й зниження відсоткових ставок на місцевому міжбанківському ринку [77]. Наприклад, зростання ліквідності в зоні євро, в результаті нетрадиційної політики ЄЦБ, впливає на країни в яких дуже багато банків материнські компанії яких розташовані в розвинених країнах зони євро. Особливо це простежується в країнах Центральної та Східної Європи. Зниження відсоткової ставки на міжбанківських ринках країн Єврозони, викликає аналогічне зниження вартості рефінансування для дочірніх компаній.

Основні канали передачі впливу нетрадиційних методів монетарної політики на національні економіки країн з ринком, що формується представлені в таблиці 3.1.

Таблиця 3.1

Канали передачі впливу нетрадиційної монетарної політики на економіку країн з ринком, що формується

Канали	Сфера впливу	Можливі наслідки
Канал сигналізації	вплив на очікування громадськості	1) зміни в монетарній політиці країни-партнера; 2) зміни в потоках капіталу
Канал довіри		
Канал перебалансування портфеля	схильність інвесторів до заміни своїх активів на міжнародні активи з більш високою прибутковістю	1) зростання обсягу портфельних інвестицій; 2) зниження прибутковості цінних паперів – заміників
Канал відсоткової ставки		
Канал міжнародної ліквідності	підвищення рівня глобальної ліквідності	1) зміна умов кредитування; 2) зниження відсоткових ставок

Джерело: складено автором

Отже, у зв'язку з глобалізацією фінансового ринку нетрадиційна монетарна політика розвинених країн, через трансмісійні канали, може значно вплинути на економіку країни з ринком, що формується. Згідно з каналом сигналізації й намірів урядів розвинених країн протягом тривалого часу підтримувати низькі відсоткові ставки, і наявністю диференціалу відсоткових ставок у порівнянні з країнами з ринком, що формується, нетрадиційні заходи можуть стимулювати трансграничні потоки капіталу, впливати на валютні курси, ціни активів, споживчі ціни, умови кредитування та загалом на економічні процеси в цих країнах.

Проаналізовані вище канали описують вплив нетрадиційної монетарної політики розвинених країн на економіку країни з ринком, що формуються. Основними важелями є трансграничні потоки капіталу, але ці методи можуть також впливати на довіру, покращуючи економічні перспективи, зменшуючи невизначеність та знижувати волатильність фінансового ринку. Зміцнення довіри бізнесу може безпосередньо стимулювати інвестиційні витрати, а також може сприяти зниженню премій за ризик. А також імпульси нетрадиційної монетарної політики можуть також вплинути на механізми передачі та проведення традиційної монетарної політики, яку проводить більшість країн світу.

3.2. Вплив нетрадиційної монетарної політики Європейського центрального банку на фінансові індикатори країн Східної та Центральної Європи

Світова фінансова криза, що почалася у 2008 році, показала слабкість фінансових систем більшості розвинених країн. Пік кризи в країнах Європейського союзу припав на період, коли кілька країн-членів Єврозони не змогли впоратися з рефінансуванням свого державного боргу без зовнішньої допомоги. Для подолання наслідків всесвітньої фінансової кризи Європейський

центральный банк, як і Федеральна резервна система, центральный банк Японії та інші центральні банки розвинених країн, почав використовувати нетрадиційні заходи монетарної політики. Застосування цих заходів в цьому випадку унікальне, оскільки ЄЦБ є центральним банком більш ніж однієї країни. Його політика зачіпає не тільки країни, які є частиною Європейського валютного союзу, а й країни, які не є його членами, зокрема країн Східної та Центральної Європи, які тісно співпрацюють з країнами-членами валютного союзу. За останні 20 років торговельні зв'язки між країнами Західної Європи й країнами Центральної та Східної Європи зміцнилися. Експорт країн Західної Європи в країни ЦСЄ з 1995 року значно виріс, а для країн ЦСЄ розвинені країни Єврозони є найбільшим експортним ринком. Фінансові сектори в обох регіонах також стали більш інтегрованими. Іноземні банки із Західної Європи контролюють у середньому понад 60% активів банківської системи регіону ЦСЄ.

Починаючи з 1990-х років, у країнах Центральної та Східної Європи відбувалися швидкі зміни, зокрема це стосується їх інтеграції до європейської та світової економіки. Темпи цієї інтеграції є різними у регіоні, маючи важливу диверсифікацію з точки зору рівнів економічного та фінансового розвитку, міжнародних торгових зв'язків й режимів обмінних курсів цих країн. Водночас, економічний та валютний союз також зазнав глибоких змін із тривалим спадом та історично низькими відсотковими ставками. Все це ставить низку запитань щодо фінансової інтеграції країн Центральної та Східної Європи з ЄС, зокрема чи стають монетарні умови в країнах Центральної та Східної Європи більш залежними від ситуацій в Європейському союзі та Єврозоні. Для дослідження були обрані такі країни як Польща, Угорщина, Чехія, Хорватія, Румунія, Болгарія, а також Україна.

Кризові явища і запровадження нетрадиційної монетарної політики Європейським центральним банком вплинули на проведення монетарної політики центральними банками країн ЦСЄ, насамперед, країн, які входять до складу ЄС. Ці країни проводять самостійну монетарну політику, і

найпоширенішим режимом є таргетування інфляції. Інфляційне таргетування як інструмент монетарної політики є одним з основних факторів, що дозволяють підтримувати стабільність цін, водночас дозволяючи створити основу для внутрішнього попиту, стимулювати експорт, контролювати кредитний бум і потоки капіталу [148].



Рис. 3.6. Рівень інфляції в країнах ЦСЄ 2000–2019 рр. (%)

Джерело: [210]

Чеська Республіка використовує режим таргетування інфляції з 1998 року. Чеський національний банк використовує діапазон толерантності 1%, а його цільовий показник інфляції становить 2%, що було прийнято в березні 2007 року, з фактичним ефектом починаючи з січня 2010 року. Історично цільовий рівень інфляції знизився з 6,5% 1998 року. У Польщі режим таргетування інфляції, центральним банком, також був прийнятий у 1998 році й встановив номінальну мету у 2,5% для рівня інфляції, який може коливатися в межах допустимого діапазону $\pm 1\%$. Угорський національний банк прийняв режим таргетування інфляції у 2001 році. З серпня 2005 року він встановив номінальну мету у 3% і, починаючи з березня 2015 року, також додав коридор коливань в 1% до встановленої мети. Національний банк Румунії ввів режим таргетування інфляції у 2005 році, а з 2013 року цільовим показником інфляції є 2,5% разом з діапазоном коливань 1% в будь-якому напрямку.

Хорватський і Болгарський національні банки вибрали стабільність обмінного курсу національної валюти відносно євро в якості номінального якоря монетарної політики.

Всі зазначені країни в основному використовують традиційні методи монетарної політики, але під час кризи ці методи були дещо модернізовані, або були застосовані інші, незвичні для тієї чи іншої країни.



Рис. 3.7. Ставки центральних банків країн ЦСЄ 2000–2019 рр.(%)

Джерело: [26; 89; 153; 166].

Основним інструментом монетарної політики Національного банку Чеської Республіки є рівень відсоткової ставки. З початку фінансової кризи 2008 року центральний банк Чеської Республіки поступово знижував ключову відсоткову ставку до тих пір, поки восени 2012 року вона не досягла нульової позначки (див.рис.3.7). Для боротьби з фінансовою кризою центральний банк використовував деякі екстраординарні операції з надання ліквідності. Восени 2008 року центральний банк Чехії прийняв 2-тижневі й 3-місячні терміни погашення для операцій репо. Тримісячний термін погашення був скасований в січні 2011 року, але двотижневий термін продовжує використовуватися. Ще один дещо нетрадиційний інструмент центрального банку Чехії представлений валютними інтервенціями. З листопада 2013 року Національний банк Чехії почав використовувати валютні інтервенції, щоб послабити чеську крону. Нестандартна міра відома як зобов'язання за обмінним курсом, і це односторонній інструмент, за допомогою якого, банк піклується тільки про

ослаблення, а не про підвищення курсу крони. Це зобов'язання означає, що національний банк продає крону і купує іноземну валюту, щоб підтримувати обмінний курс на встановленому рівні, тоді це було 27 крон / євро. Ці операції проводилися до квітня 2017 року [89, 173].

Основним інструментом монетарної політики національного банку Угорщини також є ключова облікова ставка. Крім того, національний банк використовує операції овернайт і мінімальні резервні вимоги в якості додаткових фінансових інструментів. У відповідь на кризові явища, у 2008 році банк ввів дві кредитні лінії та проводив кредитні тендери один раз на тиждень. Крім того, в жовтні 2008 року було прийнято угоду з Європейським центральним банком про введення валютного свопу на одну ніч для забезпечення ліквідності в євро. У березні 2009 року угода була продовжена шляхом введення тримісячних тендерів з обміну іноземної валюти, і була скасована в листопаді 2016 року. Крім того, банком використовувалися тендери на продаж євро з жовтня 2014 року до січня 2015 року та тендери на продаж швейцарських франків з серпня до вересня 2015 року. Більш того, національний банк Угорщини у 2010 році вирішив опублікувати свої прогнози щодо факторів, які впливають на потреби банків у ліквідності, це є прикладом комунікаційної стратегії центрального банку, яка використовувався для підтримки банківської системи. У 2012 році центральний банк почав використовувати дворічний тендер на отримання кредиту зі змінною ставкою, яка була прив'язана до ключової облікової ставки. Ці кредитні тендери були припинені у квітні 2013 року. У 2016 році національний банк Угорщини ввів 1-тижневі депозитні інструменти та валютний своп з термінами погашення: 1 тиждень, 1 місяць і 3 місяці. У січні 2016 року банк ввів в дію ринкову систему кредитування, щоб підтримати банківське кредитування і стимулювати всю макроекономіку [153; 173].

У 2008 році наслідки кризи відчувалися і в Польщі. Щоб подолати ці негативні наслідки, Національний банк Польщі ввів деякі додаткові інструменти. У жовтні 2008 року банк прийняв «Пакт довіри» і нові монетарні

інструменти, пов'язані з цим Пактом: операції репо для підтримки ліквідності банківської системи, операції валютного свопу та операції тонкої настройки. Банк представив короткострокові векселі з 3-денним і 2-денним терміном погашення. На додаток до цих заходів були доповнені основні операції на відкритому ринку. Крім того, у 2009 році Національний банк Польщі прийняв рішення використовувати структурні операції для зміни довгострокової структури ліквідності в банківському секторі. Зокрема, банк представив можливість дострокового викупу державних облігацій. Загалом, Національний банк Польщі використовував операції репо у 2008, 2009 і 2010 роках і валютні свопи у 2008 і 2009 роках для підтримки ліквідності банківської системи й надання підтримки економіці в подоланні негативних ефектів фінансової кризи [166; 173]. Слід зазначити, що національний банк Польщі також постійно знижував відсоткову ставку.

Національний банк Румунії також відреагував на кризові явища 2008 року – зниженням рівня відсоткової ставки (див рис. 3.7). Проте, порівняно з іншими країнами, Національний банк Румунії використовує повільну швидкість зниження ставки. Крім того, він використовує інтервенції на валютному ринку в якості альтернативного інструменту для подолання наслідків кризи. Щоб уникнути глибокого знецінення національної валюти, банк продав іноземну валюту і доклав усіх зусиль, щоб зберегти відносно високу відсоткову ставку [26].

Після фінансової кризи центральні банки вище зазначених країн зосередилися більше на макропруденційному регулюванні, аніж на нетрадиційних методах монетарної політики.

Ще одним проявом нетрадиційної монетарної політики Європейського Центрального банку є вплив на трансграничні потоки капіталу. Більш низькі відсоткові ставки в одних країнах, як правило, викликають потоки капіталу в країни, що пропонують більш високу прибутковість, незалежно від того, як відбулося зниження ставок [41]. Дійсно, в період проведення нетрадиційної монетарної політики відсоткові ставки в розвинених країнах були

передбачувано низькими протягом незвично довгого часу, що могло посилити вплив різниці у відсоткових ставках на потоки капіталу. Більш того, купівлі облігацій, зокрема, могли б викликати подальший відтік капіталу, який був би виправданий тільки більш низькими відсотковими ставками, через ефект перебалансування портфеля, коли інвестори прагнули замінити свої державні облігації еквівалентними облігаціями країн, що не застосовували нетрадиційну монетарну політику. Під час фінансової кризи інвестори розглядали облігації країн Центральної та Східної Європи як привабливу заміну єврооблігацій, оскільки дохідність державних облігацій цих країн була в кілька разів вища за середню в Єврозоні.

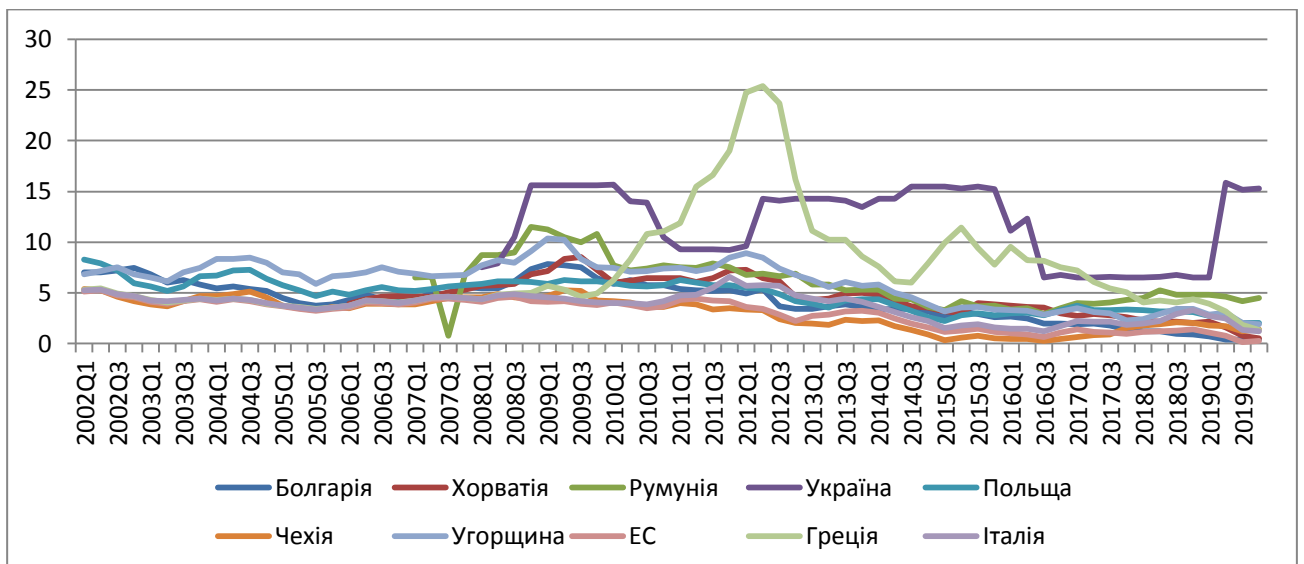


Рис. 3.8. Дохідність довгострокових державних облігацій, 2002–2019 рр.(%)

Джерело: [201]

Дохідність довгострокових державних облігацій обраних для дослідження країн Центральної й Східної Європи за весь досліджуваний період була вищою за середній показник Єврозони. Прибутковість єврооблігацій в досліджуваний період має тенденцію до зменшення, зокрема це дуже помітно після 2013 року, і незначне зростання спостерігається після 2017 року, і знову зниження з другої половини 2019 року. Подібні тенденції простежувалися і в Болгарії, Хорватії, Польщі, Чехії та Угорщині. У Румунії з 2007 року спостерігалось зростання прибутковості до 2010 року, після чого, відбувається помітне зниження до 2017 року, коли прибутковість починає зростати та на

кінець 2019 року склала 5%. В Україні спостерігається найбільш нестабільна ситуація (див рис. 3.8). Падіння прибутковості у 2010 році, зростання протягом 2012–2015 року, у 2016 падіння, і до 2019 року спостерігаються незначні коливання, у цей період НБУ не виводив на первинний ринок державні довгострокові облигації. У 2019 сталося різке зростання прибутковості практично вдвічі. Останнє розміщення облигацій внутрішньої позики з терміном погашення понад 5 років у 2019 році НБУ проводив у вересні в обсязі 12 875,66 млн гривень з прибутковістю 14.75%. Наступне розміщення відбулося вже у 2020 році, за перші два місяці НБУ розмістив на первинному ринку держоблигацій на суму 3 932,90 млн гривень з прибутковістю 9,80% [48; 214]. Для порівняння наводяться дані двох країн Єврозони в яких також простежувалися високі відсоткові ставки. Безумовно, під час грецької боргової кризи дохідність її національних облигацій була найвищою з країн Єврозони, але ризик від цієї інвестиції був невиправдано високим. У 2010 році відношення державного боргу до ВВП у кількох країнах Єврозони досягло такого небезпечного рівня, що ЄЦБ був змушений вжити додаткових заходів, що призвели до запуску Програми ринків цінних паперів (СВРР1, СВРР2), які спочатку були зосереджені на боргових цінних паперах Греції, Ірландії та Португалії, потім, в серпні 2011 року, було розширення для покриття боргових цінних паперів Італії та Іспанії. Крім того, ЄЦБ запровадив дві операції довгострокового рефінансування (LTRO), для подолання боргової кризи цих країн [48].

За таких умов очікується, що канали перебалансування портфеля та відсоткової ставки можуть бути важливими каналами передачі монетарних імпульсів політики Європейського центрального банку, особливо тих, які пов'язані з прямими викупом активів. Зокрема, коли ЄЦБ купує суверенні облигації, країн Єврозони, продавці замінюють їх облигації на цінні папери зі схожими характеристиками та з більшою дохідністю і в цій ситуації альтернативним активом могли бути суверенні облигації урядів країн ЦСЄ, в цих умовах нетрадиційна монетарна політика Європейського центрального

банку могла значно вплинути на відсоткові ставки та потоки капіталу в цих країнах. Ця гіпотеза перевіряється за допомогою VAR моделей 1.40, 1.41, 1.42, результати яких наведені у таблиці 3.2

Таблиця 3.2

Результати тесту Грейнджера для моделей 1.40, 1.41, 1.42

Країна	AIC, SIC	індикатори	Лагові змінні		
			ТАЕСВ	Y10_E	Y10
Польща (2004Q1 2019Q4)	1	ТАЕСВ		0.03(0.85)	0.15(0.69)
		Y10_E	2.64 (0.10) ^c		0.16 (0.68)
		Y10	0.11 (0.73)	5.15 (0.02) ^b	
Угорщина (2002Q1 2019Q4)	2	ТАЕСВ		1.2 (0.52)	1.3 (0.49)
		Y10_E	6.39(0.04) ^b		2.50(0.28)
		Y10	4.44(0.11)	10.62 (0.00) ^a	
Чеська Республіка (2004Q1 2019Q4)	1	ТАЕСВ		0.49 (0.48)	1.01 (0.31)
		Y10_E	2.36 (0,12)		0,48 (0,49)
		Y10	0,13 (0,71)	0,01(0,94)	
Італія (2002Q1 2019Q4)	1	ТАЕСВ		2.32 (0.12)	3.41 (0.06) ^c
		Y10_E	0.11 (0.73)		1.26 (0.26)
		Y10	3.26 (0.07) ^c	6.53 (0.01) ^a	
Греція (2002Q1 2019Q4)	3	ТАЕСВ		3.57 (0.31)	8,99 (0,03) ^b
		Y10_E	2.58 (0.46)		0.48 (0.92)
		Y10	5.26 (0.10) ^c	4.39 (0.22)	
Болгарія (2002Q1 2019Q4)	2	ТАЕСВ	3.21 (0.20)		3.72 (0.15)
		Y10_E	6.06 (0.04) ^b		0.92 (0.62)
		Y10	0.40 (0.81)	5.68 (0.05) ^b	
Хорватія (2006Q1 2019Q4)	2	ТАЕСВ		1.84 (0.39)	0.60 (0.73)
		Y10_E	6.10 (0.04) ^b		0.96 (0.61)
		Y10	2.05 (0.35)	8.57 (0.01) ^a	
Румунія (2007Q1 2019Q4)	5	ТАЕСВ	3.21 (0.66)		7.52 (0.18)
		Y10_E	1.49 (0.91)		11.63 (0.40)
		Y10	4.21 (0.51)	4.76 (0.44)	
Україна (2008Q1 2019Q4)	3		ТАЕСВ	Y10_E	Y5+
		ТАЕСВ		8.32 (0.31)	8.31 (0.44)
		Y10_E	1.82 (0.60)		8.60 (0.30)
		Y5+	0.7 (0.86)	1.35 (0.71)	

Примітка: під назвою країни у дужках вказаний діапазон вибірки. Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда – це значення P: a, b, c являють собою значення значущості 1%, 5% та 10% відповідно.

Джерело: розраховано автором.

Згідно з тестом причинності Грейнджера обсяг балансу Європейського центрального банку не впливає на прибутковість державних облігацій досліджуваних країн, крім Греції та Італії. Водночас купівля ЄЦБ різних активів, які викликали збільшення його балансу, у поєднанні з політикою щодо

відсоткових ставок за основними операціями рефінансування вплинула на прибутковість єврооблігацій. Між змінними балансу ЄЦБ і дохідністю єврооблігацій простежується протилежна залежність, тобто при розширенні балансу центрального банку дохідність знижувалася.

Основна мета нетрадиційної монетарної політики Європейського центрального банку щодо зниження довгострокової відсоткової ставки в зоні євро була успішно досягнута. Більш того, як показано в таблиці, прибутковість єврооблігацій має суттєвий вплив на прибутковість державних облігацій країн ЦСЄ, між якими простежується прямий тип взаємозв'язку, тобто зниження дохідності європейських облігацій вплинуло на дохідність десятирічних державних облігацій Польщі, Угорщини, Болгарії та Хорватії.

У Греції та Італії також існує двосторонній зв'язок між балансом ЄЦБ і прибутковістю державних облігацій. Це пов'язано з тим, що при застосуванні кількісного пом'якшення був куплений великий обсяг боргових цінних паперів цих проблемних країн, з метою подолання європейської боргової кризи.

Отже, збільшення балансу Європейського центрального банку прямо не впливає на прибутковість держоблігацій досліджуваних країн ЦСЄ. Вплив нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ передавався на фінансові ринки цих країн через зміни довгострокової прибутковості в зоні євро, що у свою чергу знизило дохідність національних довгострокових держоблігацій.

Нетрадиційні заходи ЄЦБ також можуть впливати на внутрішні короткострокові відсоткові ставки, які, у свою чергу, мають вплив на довгострокові національні відсоткові ставки досліджуваних країн. Для перевірки даної гіпотези були побудовані й оцінені VAR моделі 1.43, 1.44 і 1.45, 1.46. Результати перевірки даної гіпотези представлені в таблиці 3.3

Згідно з результатами, що представлені в таблиці 3.3, в Угорщині, Болгарії та Хорватії існує подвійна взаємозалежність між короткостроковою відсотковою ставкою і прибутковістю довгострокових державних облігацій. Одностороння залежність виявлена для Польщі та Чеської Республіки. У цих

країнах прибутковість 10-річних державних облігацій впливає на короткострокову відсоткову ставку центральних банків.

Таблиця. 3.3

Результати тесту Грейнджера для моделей 1.43.,1.44 і 1.45, 1.46

	Моделі 1.43 і 1.44				Моделі 1.45 і 1.46			
	AIC SIC	Лагові значення			AIC SIC	Лагові значення		
Країна		Індикатори	IRC	Y10		Індикатори	IR	ТАЕСВ
Польща (2004Q1 2019Q2)	2	IR		6.8 (0.03) ^b	2	IR		5.09 (0.07) ^c
		Y10	0.1 (0.92)			ТАЕСВ	0.39 (0.81)	
Угорщина (2002Q1 2019Q2)	2	IR		6.5 (0.03) ^b	3	IR		9.83 (0.02) ^b
		Y10	11.6 (0.00) ^a			ТАЕСВ	3.87 (0.27)	
Чехія (2004Q1 2019Q2)	2	IR		13.2 (0.00) ^a	4	IR		2.46 (0.48)
		Y10	1.5 (0.4)			ТАЕСВ	9.14 (0.20)	
Болгарія (2002Q1 2019Q4)	1	IR		6.43 (0.01) ^a	3	IR		3.26 (0.07) ^c
		Y10	29.01 (0.00) ^a			ТАЕСВ	0.13 (0.71)	
Хорватія (2006Q1 2019Q4)	4	IR		10.64 (0.03) ^b	1	IR		3.33 (0.06) ^c
		Y10	10.52 (0.03) ^b			ТАЕСВ	0.74 (0.38)	
Румунія (2007Q1 2019Q4)	1	IR		1.04 (0.30)	5	IR		0.96 (0.32)
		Y10	14,51 (0.00) ^a			ТАЕСВ	2.56 (0.11)	
Україна (2008Q1 2019Q4)	2	IR		0.25 (0.88)	3	IR		2.29 (0.51)
		Y5+	3.45 (0.07) ^c			ТАЕСВ	0.89 (0.82)	

Примітка: за назвою країни у дужках вказаний діапазон вибірки. Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда – це значення P: а, b, с являють собою значення значущості 1%, 5% та 10% відповідно.

Джерело: складено автором

У Румунії та Україні також спостерігається одностороння залежність дохідності довгострокових державних облігацій і короткострокової відсоткової ставки національного центрального банку. Результати моделі передбачувано

демонструють взаємозв'язок між короткостроковими відсотковими ставками в Польщі, Угорщині, Болгарії, Хорватії з розміром балансу ЄЦБ. Нетрадиційна монетарна політика ЄЦБ в цьому випадку має також понижувальний ефект на короткострокові відсоткові ставки центральних банків цих країн. Україна та Румунія є найменш схильними до впливу нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ.

Балансова політика Європейського центрального банку, що спрямована на стимулювання інвестиційної активності в країнах ЄС, повинна була призвести до збільшення іноземних інвестицій в країни Центральної та Східної Європи. Інвестиції мають велике значення для розвитку національних економік досліджуваних країн [122]. Результати тесту Грейнджера, який оцінює гіпотезу впливу нетрадиційних методів монетарної політики ЄЦБ на потоки різних видів іноземних інвестицій в досліджувані країни, наведені в таблиці 3.4. і 3.5

Таблиця 3.4

Результати тесту Грейнджера для моделей 1.47 і 1.48

Країна	AIC, SIC	Прямі інвестиції			
		Індикатори	Лагові значення		
			ТАЕСВ	LDID	LDIE
Польща (2004Q1 2019Q2)	1	ТАЕСВ		0.7 (0.39)	0.3 (0.58)
		LDID	1.5 (0.21)		0.19 (0.65)
		LDIE	1.19 (0.27)	9.9 (0.99)	
Угорщина (2002Q1 2019Q2)	1	ТАЕСВ		0.8 (0.36)	1.4 (0.23)
		LDID	1.6 (0.10) ^c		8.6 (0.00) ^a
		LDIE	0.52 (0.47)	0.05 (0.82)	
Чехія (2004Q1 2019Q2)	1	ТАЕСВ		0.04 (0.83)	0.0 (0.97)
		LDID	3.8 (0.04) ^b		3.8 (0.04) ^b
		LDIE	9.3 (0.00) ^a	4.9 (0.02) ^b	
Болгарія (2007Q1 2019Q4)	1	ТАЕСВ		9.88 (0.20)	6.54 (0.21)
		LDID	0.85 (0.35)		3.88 (0.04) ^b
		LDIE	2.95 (0.08) ^b	0.76 (0.38)	
Хорватія (2002Q1 2019Q4)	2	ТАЕСВ		1.37 (0.50)	0.66 (0.71)
		LDID	0.52 (0.77)		4.43 (0.10) ^c
		LDIE	0.17 (0.91)	4.18 (0.12)	
Румунія (2002Q1 2019Q4)	1	ТАЕСВ		0.35 (0.55)	1.34 (0.24)
		LDID	6.59 (0.01) ^a		4.45 (0.03) ^b
		LDIE	2.65 (0.10) ^c	1.18 (0.27)	
Україна (2002Q1 2019Q4)	1	ТАЕСВ		0.22 (0.63)	0.06 (0.80)
		LDID	7.91 (0.00) ^a		18.44(0.00) ^a
		LDIE	3.39 (0.06) ^c	7.09 (0.00) ^a	

Примітка: за назвою країни у дужках вказаний діапазон вибірки. Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда – це значення P: a, b, c являють собою значення значущості 1%, 5% та 10% відповідно.

Джерело: складено автором

Результати моделей 1.47 і 1.48, які аналізують вплив балансу ЄЦБ на потоки прямих іноземних інвестицій, дозволяють зробити такі висновки: вплив помітний в Угорщині, де він є невеликим, і має зворотний зв'язок; в Чехії, Болгарії, Румунії та Україні де збільшення балансу стимулює ріст інвестицій у країну. В Угорщині та Чехії цей ефект більше відбивається на потоках прямих іноземних інвестицій у власний капітал, та в боргові активи. Для Болгарії вплив поширюється на прямі інвестиції в капітал, а у Румунії та в Україні, як на капітальні інвестиції так і на інвестиції в боргові інструменти. Існує також кореляція між різними видами прямих інвестицій. Для Польщі та Хорватії взаємозалежностей не виявлено.

Таблиця 3.5

Результати тесту Грейнджера для моделей 1.47. і 1.48

Країна	Портфельні інвестиції				
	AIC, SIC	Індикатори	Лагові значення		
			ТАЕСВ	LPID	LPIE
Польща (2004Q1 2019Q2)	2	ТАЕСВ		4.9 (0.84)	4.8 (0.62)
		LPID	7.1 (0.02) ^b		41.3 (0.0) ^a
		LPIE	7.1 (0.02) ^b	1.1 (0.57)	
Угорщина (2002Q1 2019Q2)	1	ТАЕСВ		0.16 (0.68)	0.7 (0.39)
		LPID	0.5 (0.44)		2.5 (0.11)
		LPIE	0.29 (0.58)	5.4 (0.01) ^a	
Чехія (2004Q1 2019Q2)	1	ТАЕСВ		1.6 (0.20)	0.3 (0.54)
		LPID	8.0 (0.00) ^a		0.8 (0.35)
		LPIE	1.8 (0.17)	3.3 (0.06) ^b	
Болгарія (2007Q1 2019Q4)	1	ТАЕСВ		1.51 (0.21)	10.35 (0.21)
		LPID	0.07 (0.78)		7.64 (0.00) ^a
		LPIE	0.44 (0.50)	1.71 (0.19)	
Хорватія (2002Q1 2019Q4)	2	ТАЕСВ		7.75 (0.20)	2.02(0.36)
		LPID	5.66 (0.06) ^c		1.24 (0.53)
		LPIE	0.02 (0.98)		4.52 (0.10) ^c
Румунія (2002Q1 2019Q4)	1	ТАЕСВ		0.02 (0.86)	0.93 (0.33)
		LPID	10.53 (0.00) ^a		2.48 (0.11) ^c
		LPIE	2.62 (0.10) ^c	1.51 (0.21)	
Україна (2002Q1 2019Q4)	2	ТАЕСВ		4.36 (0.19)	0.06 (0.96)
		LPID	4.82 (0.08) ^c		8.23 (0.02) ^b
		LPIE	3.63 (0.16)	8.56 (0.01) ^a	

Примітка: за назвою країни у дужках вказаний діапазон вибірки. Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда – це значення P : а, b, с являють собою значення значущості 1%, 5% та 10% відповідно.

Джерело: складено автором

Згідно з результатами, що представлені в таблиці 3.4, щодо портфельних інвестицій, можна помітити вплив балансу ЄЦБ на потік даних інвестицій в Польщі, Чехії, Хорватії, Румунії та Україні. У більшості випадків, зміни в балансі Європейського центрального банку спочатку призводили до зниження темпів портфельних інвестицій в зазначені країни, але згодом тенденція до росту відновлюється. А також, як і з прямими інвестиціями, більший вплив простежується на портфельні інвестиції в боргові інструменти.

Отже, цінні папери, зокрема облігації грають ключову роль в потоках капіталу в країнах з ринком, що формуються. І вони пов'язані з потенційними каналами передачі шоків нетрадиційної монетарної політики. Купівлі Європейського центрального банку державних облігацій країн зони євро, витісняють приватні інвестиції з цього сегменту ринку. Зі свого боку, інвестори змінюють баланси своїх портфелів і переходять на активи-замінники, що сприяє розподілу активів між країнами. Заходи нетрадиційної монетарної політики також можуть вплинути на бажання інвесторів ризикувати. Підвищене бажання ризикнути може привести інвесторів до більш ризикованих активів країн з ринком, що формується з більш високою прибутковістю.

Загальний вплив монетарної політики ЄЦБ на основні національні показники досліджуваних країн наведено в таблиці 3.6

Результати аналізу даних, наведених у таблиці 3.5, показують, що монетарна політика ЄЦБ загалом мала позитивний непрямий вплив на економіки країн Центральної та Східної Європи. У більшості з цих країн економічне зростання супроводжувалося зростанням ВВП, а також зростанням фондових індексів, а в Польщі, Чехії та Угорщині, також зниженням відношення державного боргу до ВВП.

Протилежна ситуація спостерігається в країнах зони євро з високим рівнем державного боргу – Греції та Італії. Дійсно, в цих країнах монетарна

політика ЄЦБ призвела до зменшення відсотків за сплатою боргу до ВВП, але відношення державного боргу до ВВП збільшилося, як і у всіх країнах Єврозони з високим рівнем боргу. Фондові індекси також знизилися в Італії та Греції.

Таблиця 3.6

Динаміка національних показників

Країна	ВВП (млрд дол.)		Державний борг до ВВП (%)		Відсотки по сплаті боргу до ВВП		Зміни фондових індексів, % 2010–2019
	2010	2019	2010	2019	2010	2019	
Польща	479,3	593,3	53,1	46	2,5	0,7	WIG – +39,3
Угорщина	131,1	168,8	80,6	66,3	4,1	2,0	BUX – +83,5
Чехія	207,5	246,2	37,4	30,8	1,3	0,3	SE PX – +8,7
Італія	2134	2025	119,2	135	4,3	1,6	FTSE MIB – -8,9
Греція	299,4	219,8	146,2	177	6,0	1,5	ASE – -71,8
Болгарія	50,61	67	15,4	20,1	0,7	2,1	SOFIX+52,5
Хорватія	59,81	61,3	57,7	73,2	2,4	0,4	CROBEX – -10,9
Румунія	166,2	244,2	29,6	35,5	1,5	4,3	BET – +68
Україна	136	134,9	39,9	61	–	–	UX – -32,4 PFTS – -66

Примітка: ASE – індекс фондового ринку Греції; FTSE MIB – індекс фондового ринку Італії; WIG – індекс Варшавської фондової біржі; SE PX – фондовий ринок Чехії; BUX – Фондовий ринок Угорщини; SAX – фондовий ринок Словаччини; SOFIX – фондовий ринок Болгарії; CROBEX фондовий ринок Хорватії; BET фондовий ринок Румунії; UX, PFTS фондовий ринок України.

Джерело: складено автором на основі [102; 203; 210]

На інвестиційну привабливість країн Єврозони також вплинула ситуація в економіці США, в якій використання Федеральною резервною системою нетрадиційних методів призвело до різкого зростання фондових індексів (див. рис. 2.17). У цій ситуації навіть європейські інвестори вважали за краще

інвестувати в американські більш прибуткові цінні папери, а не в європейські низькодохідні активи.

Основними відмінностями у відповіді на кризові явища і застосуванні нетрадиційних мір центральними банками розвинених країн і країн з ринками, що формуються є:

– центральні банки розвинених країн активно використовували заходи так званої балансової політики, а центральні банки країн з ринком, що формуються застосовували більш стандартні методи, з деякими модифікаціями;

– інтенсивність заходів нетрадиційної монетарної політики в країнах з ринком, що формуються була значно нижчою ніж в розвинених країнах. Зокрема центральні банки розвинених країн широко застосовували кредитне і кількісне пом'якшення, а центральні банки країн з ринком, що формуються проводили м'яку політику з обережністю через можливий відтік капіталу й інфляційні наслідки.

Результати аналізу довели, що нетрадиційна політика Європейського центрального банку, зокрема кількісне пом'якшення, спрямоване на зниження довгострокових відсоткових ставок, вплинула на прибутковість державних облігацій практично всіх країн ЄС (не тільки країн-членів Євросони), які згодом знизилися. Виходячи з цього, канал відсоткових ставок і перебалансування портфеля є ефективними в процесі передачі шоків монетарної політики на зовнішні ринки.

Виявлено також, що проведення нетрадиційної монетарної політики та збільшення обсягу балансу Європейського центрального банку, впливає на потоки інвестицій в досліджувані країни, але в основному це боргові інструменти як в прямих, так і в портфельних інвестиціях. І беручи до уваги нові виклики для світової економіки, монетарна політика багатьох центральних банків розвинених країн залишатиметься м'якою в найближчі роки. Нормалізація монетарної політики ФРС та ЄЦБ, можливо, відбудеться не раніше кінця 2021 року. Завдяки цьому фінансові умови для країн з ринком, що

формується залишатимуться сприятливими, і вони залишатимуться все ще привабливими для інвесторів.

3.3. Вплив нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ, ФРС та центрального банку Японії на фінансові показники України

Сьогодні Україна є країною, яка активно розвивається і проводить різноманітні реформи. Забезпечення стабільності цін є основним завданням більшості центральних банків, включаючи Національний банк України.

Національний банк України (НБУ) використовує переважно звичайні інструменти монетарної політики, головним з яких є відсоткова ставка центрального банку. У країні застосовується режим інфляційного таргетування, який розуміється як встановлення інфляційних цілей, що в середньостроковій перспективі є обов'язковим для регуляторів монетарної політики.

У більшості розвинених країн стабільність цін досягається, коли рівень інфляції підтримується на рівні від 1% до 3%. Для ринків, що розвиваються середньостроковий цільовий показник інфляції вище, в діапазоні від 4% до 8% [27; 28].

В Україні середньостроковий цільовий показник інфляції (зростання ІСЦ за рік) встановлено на рівні 5%. НБУ прагне досягнення цієї мети поетапно, зокрема планувалося: що у грудні 2016 року інфляційний показник буде дорівнювати 12% +/- 3, у грудні 2017 року – 8% +/- 2, грудні 2018 року – 6% +/- 2, грудні 2019 року та надалі 5% +/- 1.

Як видно на графіку 3.9, рівень інфляції в Україні досить високий. З 2002 року до 2006 року спостерігається помірний темп росту інфляції, і деяке зниження у 2005 році, а от під впливом всесвітньої кризи у 2007–2008 роках відбувається збільшення інфляції у два рази й дорівнює 22,3%. З 2008 до 2013 року відбулося зниження цього показника аж до нуля. Насамперед це було пов'язано з антикризовими діями національного банку і деякою стабілізацією на світових ринках.

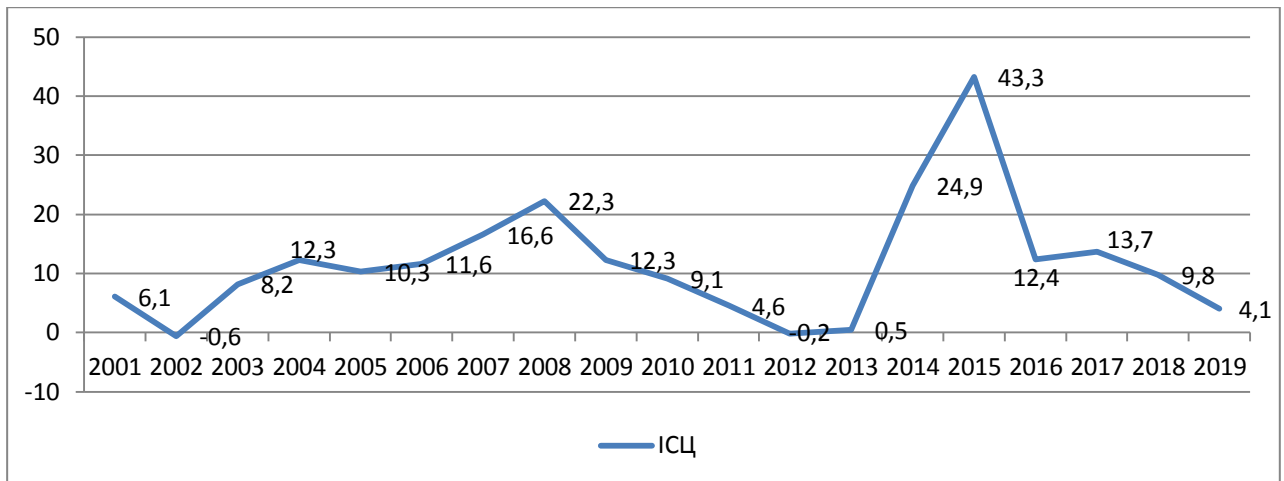


Рис. 3.9. Рівень інфляції в Україні 2001–2019 рр. (грудень до грудня попереднього року, %)

Джерело: [27]

Але в наступні роки інфляція зростає й у 2015 році досягає найвищого рівня за період дослідження – 43,3%. Це наслідки значного погіршення внутрішньополітичних умов у країні. Центральному банку вдалося зменшити цей показник у наступному році. Але повернення тенденції росту інфляції у 2017 році, є насамперед результатом жорсткої грошово-кредитної політики Національного банку шляхом регулювання облікової ставки НБУ.



Рис. 3.10. Облікова ставка Національного банку України, січень 2007 – квітень 2020 рр. (%)

Джерело: [27]

Облікова ставка НБУ за період 2007–2017 роки, загалом має аналогічну динаміку з інфляцією. З 2008 по 2012 роки ставка НБУ мала тенденцію до зниження, але в наступні роки ставка зростала, й у 2015 році досягла свого піку

- 30%. З другої половини 2015 року до другої половини 2017 року Національний банк знизив рівень облікової ставки до 12,5 %. З жовтня 2017 року Національний банк підвищив облікову ставку загалом до 18% річних. Це призвело до підвищення ринкових відсоткових ставок у гривні, і, відповідно, до збільшення стимулів до заощаджень. А з квітня 2019 року починається знову поступове зниження відсоткової ставки, для того щоб стимулювати економічний розвиток.

Попри зниження інфляції, ціль НБУ у $6\% \pm 2$ відсотки не була досягнута до кінця 2018 року, а тільки у 2019. І в перші місяці 2020 року індекс споживчих цін дорівнював 2,6%.

Важливим показником для економічного зростання, яке так необхідне Україні сьогодні, також є прогнози темпів інфляції, які беруться до уваги національними банками при проведенні своєї монетарної політики.

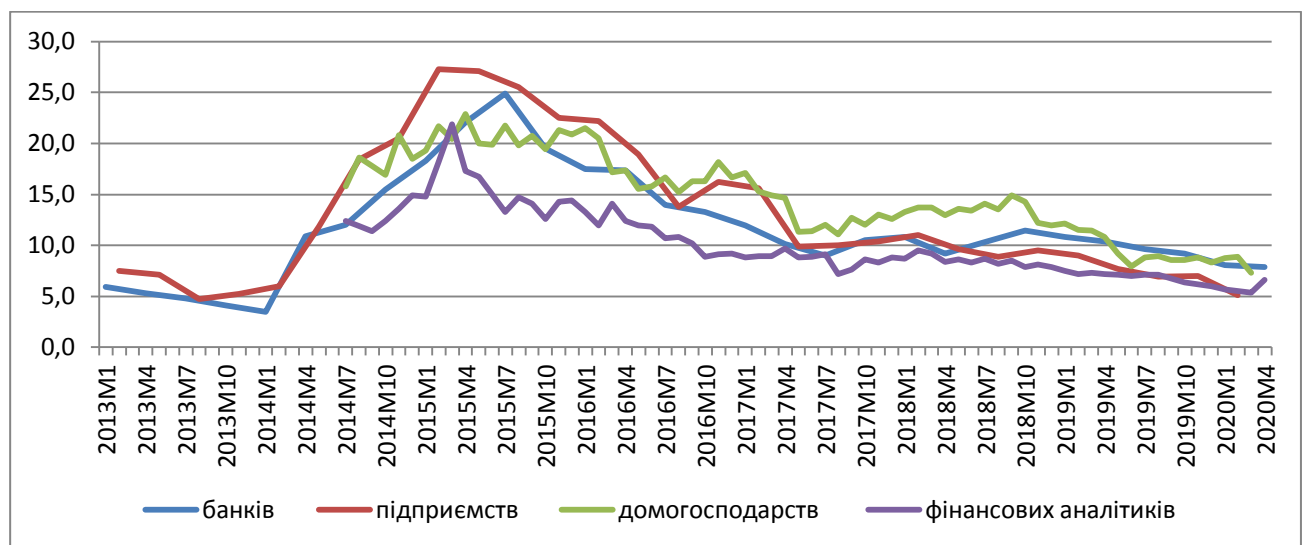


Рис. 3.11. Інфляційні очікування січень 2013 – квітень 2020 рр. (%)

Джерело: [27].

Інфляційні очікування з 2013 року в основному збігалися з реальними показниками інфляції, згідно з проведеними дослідженнями Національного банку України.

У 2020 році до середини 2021 року за прогнозами Національного банку (див. рис. 3.12) очікується підвищення інфляції в Україні, що може бути пов'язаним з епідеміологічною ситуацією у світі, і тим, що уряд витрачає

багато коштів на подолання цієї загрози, а також багато підприємств зазнають великих збитків тому, що не можуть повноцінно функціонувати. А на кінець 2021 та у 2022 році прогноуються темпи інфляції відповідно до цілей НБУ у 5%.

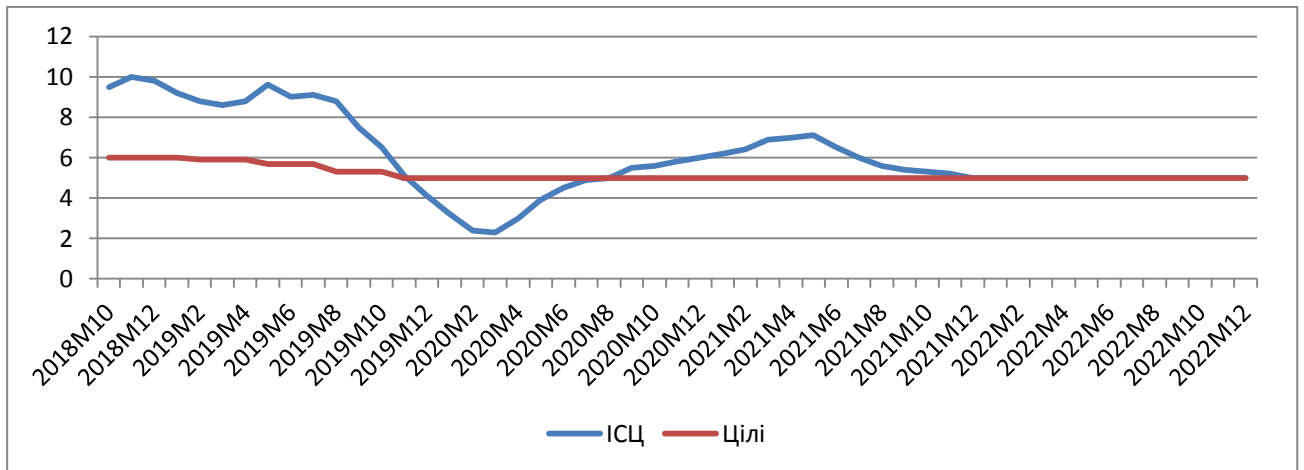


Рис. 3.12. Рівень інфляція та інфляційні цілі Національного банку 2018–2019 рр. фактичні дані, 2020–2022 прогнозовані дані (%)

Джерело: [27]

Національний банк обрав довгий шлях приведення інфляції до мети, щоб мінімізувати втрати для економічного зростання. Такий баланс між необхідністю доведення інфляції до мети та підтримкою економічного зростання є відображенням гнучкості режиму інфляційного таргетування.

Економічне зростання країни відображається насамперед показниками зростання ВВП.

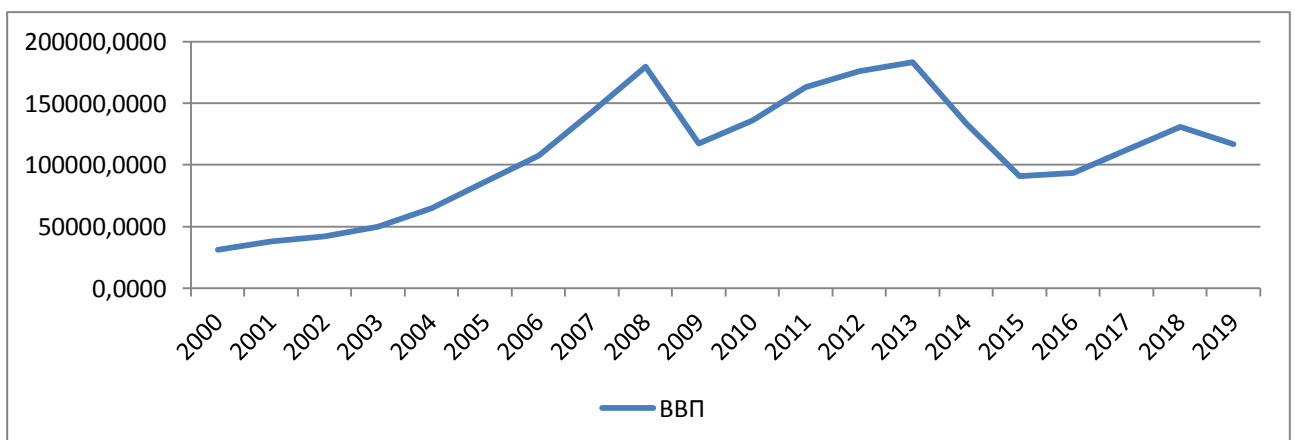


Рис.3.13 ВВП України 2000–2019 рр. (млн дол. США)

Джерело: [210]

З 2000 року до початку світової економічної кризи простежується зростання ВВП України, у 2009 різке падіння і до 2013 також простежується збільшення, яке досягає докризових показників. Але політична нестабільність в країні, та погіршення економічних умов у країнах - партнерах України, зокрема у країнах ЄС, де спостерігалася боргова криза, призвели до того, що ВВП різко зменшився, і до сьогоднішнього моменту, хоча і простежується деяке покращення показника, Україна все ще не може досягти докризового рівня.

В останні десятиліття інтеграція країн у світову економіку значно прискорилося. Міжнародні потрясіння зачіпають всі країни без винятку, але з різною силою, в залежності від того, наскільки кожна окрема країна або регіон вразливі та відкриті до змін зовнішнього середовища [137].

Одним з найважливіших результатів трансформаційних реформ в Україні за період її незалежності є відкритість економіки для міжнародного обміну. Основними показниками рівня відкритості економіки є співвідношення експорту, імпорту товарів до її ВВП, динаміка яких зображена на графіку 3.14. Згідно з аналізом відкритості економіки, можна зазначити, що Україна є відносно відкритою економікою, відношення експорту та імпорту до ВВП на протязі досліджуваного періоду не перевищували показник у 50%. В Україні сформувалася економіка більш відкрита для імпорту, ніж експорту товарів.

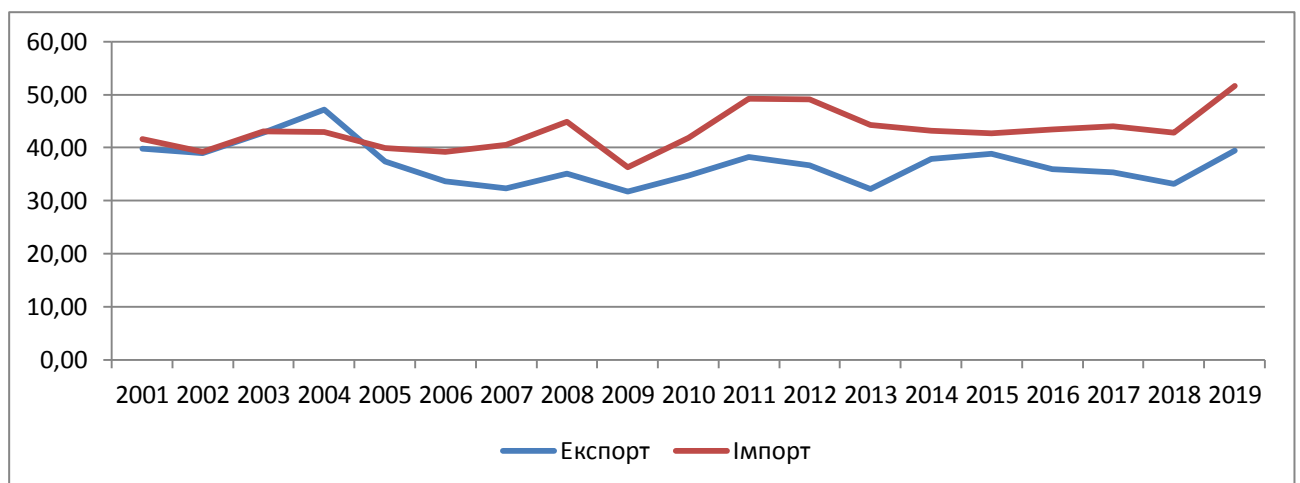
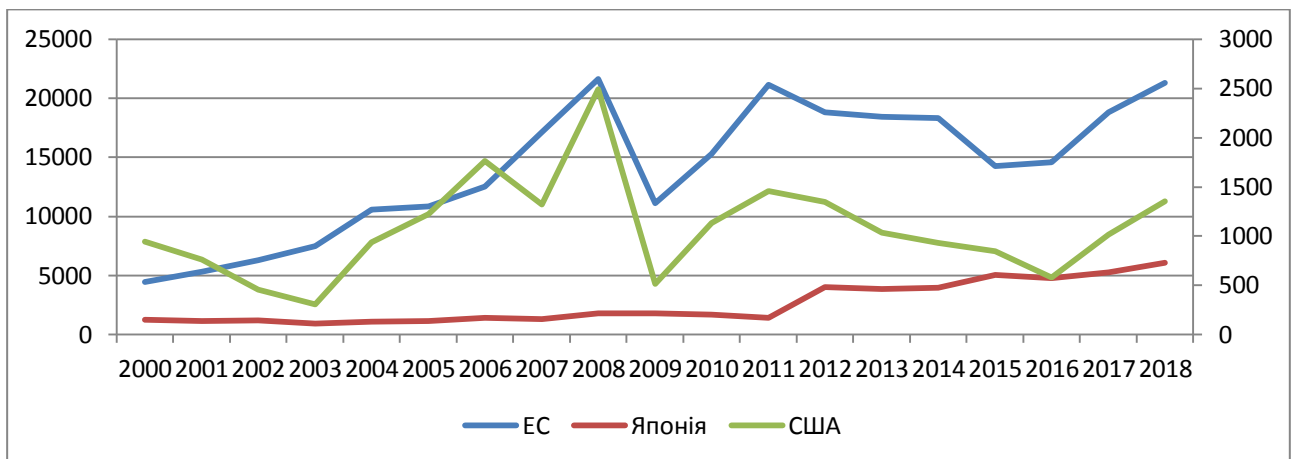


Рис. 3.14. Співвідношення експорту та імпорту товарів України до ВВП (%)

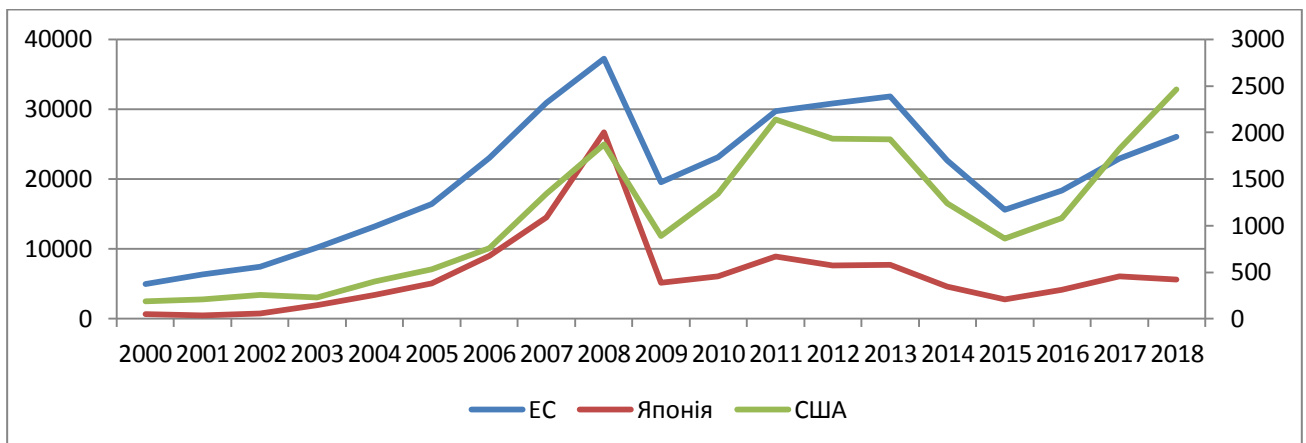
Джерело: розраховано автором на основі [202]

Відкритість економіки України також означає, що на її розвиток мають вагомий вплив події та економічні явища, які відбуваються у світі загалом і в країнах-партнерах зокрема. І тому передбачається, що монетарна політика яку проводили монетарні органи США, Євросони та Японії можуть мати вплив на монетарну політику та фінансові показники України.

Одним із факторів, що визначають вплив нетрадиційної монетарної політики на економіку України, є наявність економічних зв'язків між країнами. Одним з таких показників є рівень торгових відносин. Основна частина експорту України припадає на країни Європейського Союзу, найменша - на Японію.



а) експорт України у ЄС, США та Японію (допоміжна вісь) 2000 –2019 рр.



б) імпорт України з ЄС, США та Японії (допоміжна вісь) 2000 –2019 рр.

Рис. 3.15. Динаміка торгівлі України з ЄС, США та Японією 2000–2019 рр. (млн дол. США)

Джерело: [130]

У тенденціях експорту та імпорту спостерігалось зростання до 2009 року (див. рис. 3.15). Це говорить про зростання торгових відносин між країнами. У 2009 році, коли наслідки кризи вплинули на весь світ, обидва показники впали. У 2015 році також відбулося зниження обсягів торгівлі через зниження цін на основні статті експорту України (метали, зерно), та з через значну девальвацію національної валюти.

Найвищий рівень взаємозв'язку спостерігається між Україною та країнами ЄС, на торгівлю з цими країнами у 2019 році припадало понад 35%, з США – до 10% та Японією – трохи більше 3%. Відповідно передбачається, що нетрадиційні дії Європейського центрального банку матимуть більший вплив на економіку України. Дослідження даної гіпотези проводиться за допомогою регресійної моделі згідно з рівнянням 1.50.

Результати оцінки впливу оголошень Європейського центрального банку про застосування нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові показники України представлені у додатку Ж, таблиця Ж.1

Нетрадиційні заходи ЄЦБ, такі як FRFA, LTRO, FOR, CBPP2, CBPP3, ABSPP, PSPP, OMT, CSPP, не вплинули на фінансові змінні України.

Оголошення Європейського центрального банку про прийняття програми операцій з довгострокового рефінансування (TLTRO) вплинула на обмінний курс гривні до євро. В результаті цієї програми, протягом днів оголошення програми, відбувалося зміцнення обмінного курсу гривні.

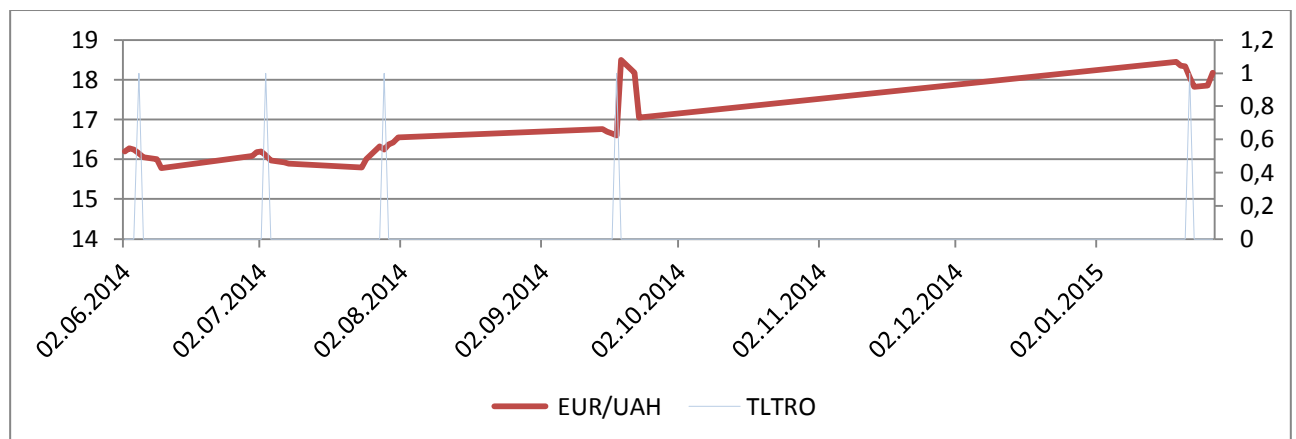


Рис. 3.16. Дні оголошення політики TLTRO та обмінний курс.

Джерело: складено автором на основі [202] і додатку А, табл. А3

Графік 3.16 демонструє тенденцію до ревальвації обмінного курсу в дні оголошення програми. За три дні до оголошення програми видно девальвацію валютного курсу, в день оголошення відбувається ревальвація, і в наступні три дні тенденція до ревальвації зберігалася, окрім оголошення 18.09.2014 року на наступний же день курс виріс на 2 гривні з 16 до 18 грн. Згідно з результатами моделі рівень впливу даної програми невисокий, коефіцієнт становить 0,23.

Програми закупівлі активів CBPP1 та SMP вплинули на показник фінансового ринку MSCI. У відповідь на повідомлення програми SMP, індекс України виріс на 12 пунктів стандартного відхилення, а під час впровадження політики CBPP1 впав на 10 пунктів стандартного відхилення (див. додаток Ж. табл. Ж.1) Перша програма купівлі облігацій (CBPP1) вплинула також на міжбанківську відсоткову ставку, внаслідок чого ставка знизилася на 1 п.с.в. Це можна пояснити тим, що одним із каналів нетрадиційної монетарної політики є канал ліквідності. Великі банки в Україні в основному належать банкам чиї штаб-квартири знаходяться у країнах ЄС [93] (див додаток Ж. таблиця Ж.2). Ці банки можуть отримувати ліквідність від свого материнського банку та використовувати його для заміни ліквідності, наявної на місцевому грошовому ринку. Це може призвести до зниження попиту на кошти на місцевому грошовому ринку та зниження ставок на грошовому ринку.

Результати дослідження впливу оголошень ФРС про застосування нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові показники України представлені в таблиці 3.7

Таблиця 3.7

**Вплив нетрадиційної монетарної політики ФРС
на фінансові показники України**

Залежні змінні	Нетрадиційні методи монетарної політики				
	LSAP1	LSAP2	LSAP3	FG	MEP
1	2	3	4	5	6
USD/UAH	-0,100 (0,090)*	0,009 (0,933)	-0,004 (0,949)	-0,013 (-0,183)	-0,006 (0,960)
MSCI	-0,741 (0,724)	1,084 (0,650)	0,657 (0,660)	0,481 (0,767)	7,824 (0,0056)***

Продовження табл. 3.7

1	2	3	4	5	6
INTERBANK 3M	0,017 (0,925)	0,050 (0,816)	-0,051 (0,708)	0,175 (0,234)	-0,011 (0,962)
2Y - ZERO YIELD	-	-	-0,503 (0,0247)*	-0,070 (0,899)	-0,462 (0,661)
CDS 3Y (USD)	34,387 (0,727)	-1,92 (0,986)	-28,4004 (0,683)	19,111 (0,801)	-26,008 (0,843)
CDS 5Y (USD)	34,232 (0,716)	-0,098 (0,999)	-20,600 (0,756)	19,523 (0,788)	-21,929 (0,862)
CDS 10Y (USD)	33,975 (0,708)	-2,013 (0,984)	-24,173 (0,707)	19,295 (0,783)	-18,780 (0,877)

Примітка: Числа в дужках поруч зі статистикою Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда - це значення Р: ***, **, * являють собою значення значущості 1%, 5% та 10% відповідно.

Джерело: розраховано автором

Нетрадиційна монетарна політика США вплинула на обмінний курс, зокрема, це перший раунд придбання активів, проведений у 2008–2009 роках. Валютний курс відповів на цю політику шляхом переоцінки національної валюти; це також видно на графіку 3.17

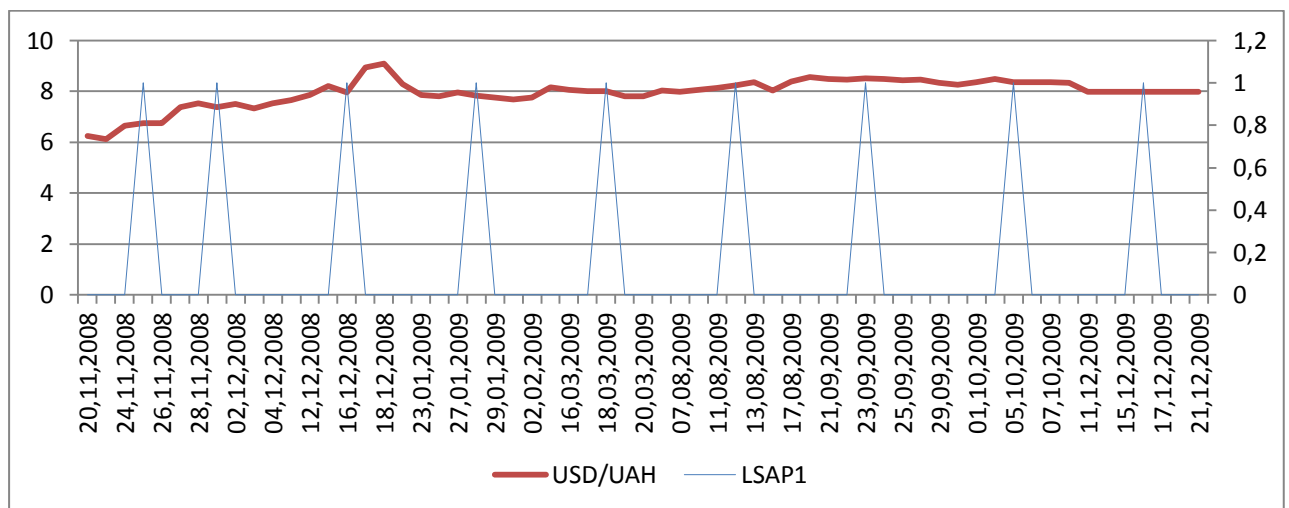


Рис. 3.17. Дні оприлюднення політики LSAP1 та курс обміну USD / UAH

Джерело: складено автором на основі [202] і додатку А, табл. А2

Рівень впливу цієї незалежної змінної невисокий і становить 0,1 стандартне відхилення. Як і в ситуації з нетрадиційною монетарною політикою ЄЦБ, у дні оголошень політики купівлі активів ФРС курс національної валюти укріплювався.

А також політика ФРС, а зокрема МЕР, яка розпочалася в серпні 2011 року, вплинула на індекс фондового ринку, MSCI, який за результатами показує зростання на 7 п.с.в. Операція «Твіст» – це інструмент, спрямований на зміну форми кривої прибутковості шляхом одночасної купівлі та продажу довгострокових та короткострокових державних облігацій.

Результати впливу нетрадиційних заходів монетарної політики центрального банку Японії на фінансові змінні України представлені в таблиці 3.8

Таблиця 3.8

Вплив нетрадиційної монетарної політики центрального банку Японії на фінансові показники України

Залежні змінні	Нетрадиційні методи монетарної політики			
	CME	QQ1	QQ2	NIR
JPY/UAH	-0.133 (0.043)**	-0.051 (0.596)	-0.013 (0.702)	-0.029 (-0.212)
MSCI	2,805 (0,110)	0,874 (0,735)	0,055 (0,953)	0,177 (0,961)
INTERBANK 3М	10,052 (0,821)	-33,196 (0,440)	-51,81 (0,321)	-49,489 (0,991)
2Y - ZERO YIELD	-0.27168 (0.004)***	-0,157 (0,833)	-0,139 (0,613)	0,163 (0,876)
CDS 3Y (JPY)	-0,889 (0,945)	-0,637 (0,937)	-1,132 (0,8732)	-0,991 (0,970)
CDS 5Y (JPY)	-0,933 (0,942)	-0,889 (0,963)	-0,9879 (0,888)	-0,947 (0,972)
CDS 10Y (JPY)	-0,976 (0,940)	-1,170 (0,951)	-0,815 (0,907)	-0,891 (0,973)

Примітка: Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда – це значення Р: ***, **, * являють собою значення значущості 1%, 5% та 10% відповідно.

Джерело: розраховано автором

Як і оголошення ЄЦБ та ФРС щодо застосування нетрадиційних методів монетарної політики, заяви центрального банку Японії також впливають на обмінний курс української гривні та японської єни. Національна валюта в дні оголошення політики зміцнюється на 0,1 п.с.в. Цей вплив не дуже суттєвий.

У результаті аналізу видно, що обмінні курси української гривні до євро, долара США і японської єни, певною мірою, були ізольовані від оголошень центральних банків про заходи нетрадиційної монетарної політики, виходячи з незначного впливу. Це пояснюється тим що монетарна політика в Україні тільки у 2015 році фактично перейшла від режиму з фіксованим обмінним курсом до таргетування інфляції. Зміна режиму включала перехід на плаваючий обмінний курс. Підтримка фіксованого обмінного курсу до 2014 року призвела до скорочення резервів і все це призвело до швидкої девальвації гривні у 2014 році. З середини 2015 року номінальний обмінний курс демонстрував помірну волатильність.

Оголошення щодо нетрадиційної монетарної політики всіх досліджуваних центральних банків впливають на дохідність дворічних державних облігацій. Згідно з аналізом, у результаті політики кількісного пом'якшення центральних банків, зокрема придбання державних облігацій (PSPP) та третього раунду купівлі активів ФРС (LSAP3), дохідність державних облігацій зменшилася на 0,5 п.с.в. А у результаті політики комплексного пом'якшення банку Японії (СМЕ) дохідність державних облігацій знизилася на 0,2 п.с.в. Падіння прибутковості в розвинених країнах передбачає порівняно більшу віддачу подібних активів країн з ринком що формується, включаючи Україну. У зв'язку з цим зростає інтерес інвесторів до цих країн, що може спричинити збільшення обсягу закупівель їх державних облігацій. Щодо України це підтверджується жвавим інтересом іноземних інвесторів до гривневих облігацій уряду. Протягом 2019 року обсяг володіння нерезидентами українських ОВДП у гривні збільшився на 4.3 млрд дол. [27]. Наявність цінних паперів України в руках нерезидентів також вплинула на надходження валюти в Україну і це сприяло укріпленню національної валюти та уповільненню інфляції у 2019 році.

Зважаючи на результати аналізу, слід зазначити, що припущення, щодо більшого впливу оголошень Європейського центрального банку про застосування нетрадиційних методів монетарної політики ЄЦБ на економіку

України було підтверджено. Але все ж таки, вплив досліджуваних банків не очевидний, оскільки Україна має величезну економічну нестабільність через війну у східній частині країни, політичну кризу та реструктуризацію зовнішнього боргу.

Для країн з ринком, що формується, зокрема і для України, особливо важливим і актуальним є вивчення досвіду монетарної політики держав, які вивели свої країни з кризи та покращили своє фінансове становище [93]. Для подальшого економічного розвитку, та подолання кризових явищ Україна може використовувати досвід розвинених країн. І насамперед НБУ повинен забезпечити гнучкість та ефективність своєї діяльності шляхом використання традиційних і нетрадиційних методів.

Основними загальними рисами антикризових заходів розвинених країн є очищення фінансової системи від токсичних активів. І сьогодні такі процеси також простежуються в Україні, неплатоспроможні банки повинні покидати цю нішу. А також в перспективі усунення неліквідних активів в Україні можна було б використати політику кількісного пом'якшення, адаптуючи її до нинішніх українських реалій. Однак в сучасних умовах реалізація політики кількісного пом'якшення дещо неможлива в Україні, оскільки необхідне швидке зниження облікової ставки НБУ, а також в Україні дуже великий відсоток тіньової економіки та корупції у прийнятті рішень. І в таких умовах використання політики кількісного пом'якшення може дати несподіваний негативний ефект. Ці умови кардинально відрізняються від умов розвинених країн, в яких використовувався цей метод. Це свідчить про необхідність чіткого і прозорого механізму, який зробив би неможливим використання корупційних схем.

Аналізуючи досвід розвинених країн, які застосовували пряме керівництво - яке значно вплинуло на інфляційні очікування, Національний банк України також може застосовувати цей метод і тим самим ефективніше впливати на інфляційні очікування в середині країни, а чітке виконання оголошених зобов'язань, підвищить рівень довіри до центрального банку [47].

Основним інструментом НБУ є його облікова ставка, завдяки якій банк може контролювати велику кількість грошей в обігу для підтримки інфляції, а також дана ставка безпосередньо впливає на ліквідність банківської системи, інвестиційний процес та стан виробництва. І чітке регламентування центрального банку щодо своїх подальших дій і їх чітке виконання впливатиме на інфляційні очікування учасників реального сектору економіки, а це допоможе НБУ ефективніше проводити монетарну політику та сприяти економічному розвитку, насамперед допомагаючи реальному сектору доступнішими кредитами для його розвитку. Певні кроки в цьому напрямку вже були зроблені, про що свідчить зниження відсоткової ставки у квітні 2020 року до 8%. Згідно з прогнозом НБУ, на кінець 2020 року, з огляду на низькоінфляційне середовище та з метою підтримки економічного зростання, облікова ставка може бути знижена ще більше. Очікується що це, вплине на вартість кредитів, призведе до її зниження, для бізнесу та населення, а це у свою чергу стимулюватиме ділову активність. Але, таке стрімке і суттєве зниження відсоткової ставки центрального банку може створити інфляційні ризики, коли інфляція буде більше цілі у 5 % у 2021 році. Водночас залишаються й інші ризики для економічної стабільності України, зокрема: подальше погіршення рівня росту світової економіки і погіршення умов торгівлі, що насамперед пов'язано з поширення коронавірусу; зменшення врожаю сільськогосподарського сектору, внаслідок несприятливих кліматичних умов; військовий конфлікт на Сході країни.

Висновки до розділу 3

У результаті проведеного дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики центральних банків розвинених країн на економічний розвиток країн з ринком, що формується можна зробити такі висновки:

1. Нетрадиційні методи монетарної політики були застосовані монетарною владою передових країн світу, і є закономірним те що, через різноманітні канали передачі, вони вплинули й на інші країни світу, зокрема, і на країни з ринком, що формується. Найпоширенішими каналами є такі: сигналізації у поєднанні з каналом довіри, перебалансування портфеля з каналом відсоткових ставок, а також канал міжнародної ліквідності. Найбільш значущим наслідком застосування нетрадиційної монетарної політики центральними банками розвинених країн для країн з ринком, що формується є стимулювання трансграничних потоків капіталу.

2. Нетрадиційна політика ЄЦБ, зокрема кількісне пом'якшення, спрямоване на зниження довгострокових відсоткових ставок, вплинуло на прибутковість державних облігацій практично всіх країн ЄС, не тільки країн - членів зони євро. Отже, канал відсоткових ставок ефективний в процесі передачі шоків монетарної політики на зовнішні ринки. Канал перебалансування портфеля також застосовується для передачі впливу монетарної політики в країни ЦСЄ, а саме на потоки капіталу в досліджувані країни, які спрямовувалися в основному в боргові інструменти як в прямих, так і в портфельних інвестиціях. У період загострення економічної і боргової кризи, які негативно позначився на країнах зони євро, інтерес інвесторів до країн ЦСЄ зріс завдяки більш високим ставкам і зростанню доходів.

Результати аналізу також демонструють, що монетарна політика ЄЦБ в цілому позитивно вплинула на економіку Польщі, Угорщини та Чехії. У контексті загального зниження відсоткових ставок під впливом нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ цим країнам вдалося досягти стійкого економічного зростання поряд зі зниженням співвідношення державного боргу до ВВП і зростання фондових індексів, співвідношення відсотків за боргами до ВВП, а також цей показник покращився і в Хорватії. Протилежна ситуація спостерігається в країнах Єврозони з високим тягарем заборгованості, передусім в Греції та Італії. Де всі аналізовані показники погіршуються. Зростання показників державного боргу також спостерігається у Болгарії,

Хорватії, Румунії та Україні. У Болгарії та Румунії спостерігається ріст фондових індексів, що свідчить про розвиток фондового ринку, натомість в Хорватії та Україні простежується звуження фондового ринку.

3. На фінансові показники України найбільший вплив мали оголошення Європейського центрального банку щодо нетрадиційної монетарної політики. І це цілком закономірно, тому що Україна має курс до євроінтеграції. Всі досліджувані заяви трьох центральних банків мали вплив на обмінний курс української гривні до євро, долару США та японської єни, а також і на дохідність українських державних облігацій. Заяви ЄЦБ щодо програм купівлі активів мали вплив також і на тримісячну міжбанківську ставку і на показник фондового індексу MSCI. Чітко виокремити вплив заяв щодо нетрадиційної монетарної політики кожного з досліджуваних банків дуже складно, а також для національної економіки, дуже важливими є її внутрішні як політичні так і економічні проблеми.

Основні результати дослідження представлені в таких роботах автора:
[41, 48, 93, 214]

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі вирішено важливе наукове завдання – поглиблення теоретико-методологічних засад дослідження впливу нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн.

Результати проведеного дослідження дають можливість зробити такі висновки:

1. Обґрунтовано, що економічний розвиток країни являє собою процес підвищення економічного добробуту та рівня життя населення, що обумовлено багатьма факторами, серед яких монетарна політика має велике значення. Сьогодні монетарна політика є одним з основних засобів державного регулювання суспільно-економічного розвитку і ринкових відносин між економічними агентами. Світова фінансова криза 2008 року призвела до трансформації монетарної політики. В умовах, коли відсоткові ставки більшості країн світу були знижені майже до нуля і не змогли відновитися після кризи, спостерігалися дефляційні процеси в більшості розвинених країн; відбулося послаблення механізму передачі монетарної політики, і коли при застосуванні традиційних методів монетарної політики центральні банки провідних країн світу опинилися в "пастці ліквідності", монетарні регулятори багатьох розвинених країн почали застосовувати нові методи, які в економічній літературі отримали назву «нетрадиційна монетарна політика». Основними з яких є: попереднє керівництво, кількісне пом'якшення, кредитне пом'якшення, від'ємні відсоткові ставки та якісне пом'якшення. Дані методи спрямовані на відновлення функціонування трансмісійного механізму монетарної політики, усунення дисбалансів на фінансовому ринку, забезпечення необхідного рівня ліквідності, досягнення стабільного рівня інфляції та економічного розвитку країн за допомогою змін в структурі й обсязі балансу центрального банку та відсоткових ставок.

2. Для вирішення стратегічних завдань узагальнено, систематизовано та удосконалено теоретико-методичні підходи емпіричного дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики, насамперед, на фінансові показники країн, тому що монетарна політика є непрямим фактором економічного розвитку, але безпосередньо може впливати на фінансовий сектор, а через відсоткові ставки, грошову масу, обмінний курс, доступність кредитів та інші фінансові індикатори на інші сфери економіки, і в кінцевому результаті на економічний розвиток країн.

3. Дослідження досвіду застосування нетрадиційних методів монетарної політики виявило, що Японія є першою країною, яка почала застосовувати нетрадиційні методи монетарної політики для боротьби з дефляційними процесами в економіці, які почалися наприкінці минулого століття. Можна виділити два періоди застосування нетрадиційної монетарної політики банком Японії. Перший з 1999 року до 2006 року, і цей приклад Японії спонукав до розробки нових інструментів політики, а це, у свою чергу, значно вплинуло на монетарну політику у світі в наступні роки, як з точки зору теорії, так і практики. Другий період розпочався після кризи 2008 року. В цей час нетрадиційну монетарну політику, для подолання наслідків кризи, почала використовувати Федеральна Резервна система США, що є найбільш яскравим прикладом застосування таких інструментів, як попереднє керівництво та політики кількісного пом'якшення. А застосування нетрадиційних методів монетарної політики, у випадку Європейського центрального банку є унікальним випадком, оскільки ЄЦБ є центральним банком більш ніж однієї країни. Його політика впливає не тільки на країни, які є частиною Європейського валютного союзу, а й на країни, які не є його членами.

Нетрадиційна монетарна політика спонукала до створення різноманітних фондів, додаткових інституцій, які допомагали поліпшити фінансові умови та подолати наслідки світової фінансової кризи. Це здебільшого було характерно для монетарної політики в США, хоча і в Японії, і в Єврозоні також були створені додаткові фонди. А однією з характерних особливостей нетрадиційної

монетарної політики центрального банку Японії та ЄЦБ є застосування від'ємних відсоткових ставок, що раніше вважалось неможливим. Також під час проведення політики кількісного пом'якшення центральним банком Японії та Європейським центральним банком контроль грошової бази є найбільш важливим елементом цієї політики, в результаті чого досягнення певного обсягу грошової бази має пріоритет над іншими керівними принципами в проведенні монетарної політики, тобто відбулася зміна основної операційної цілі центрального банку. Але ця зміна не спостерігається для ФРС, її головною операційною ціллю була ставка за федеральними фондами, навіть під час проведення операцій з великомасштабних купівель активів.

Таким чином, схожими характеристиками застосування нетрадиційних методів монетарної політики досліджуваними центральними банками є умови й цілі проведення, зокрема забезпечення ліквідності, стимулювання економіки та інфляції, а фундаментальними відмінностями є стратегії та способи проведення нетрадиційної монетарної політики, які базуються на відмінностях у структурі фінансових ринків: у США домінуючим є фондовий ринок; в Японії та ЄС – банківська система.

4. Аналізуючи ефективність застосування нетрадиційних методів монетарної політики центрального банку Японії, ФРС та ЄЦБ, на основі емпіричного аналізу за допомогою моделей векторної авторегресії, були виявлені причинно-наслідкові взаємозв'язки між фінансовими змінними національних економік і показниками, які демонструють трансформації в монетарній політиці. Зокрема, внаслідок застосування нетрадиційних методів було знижено дохідність довгострокових державних облігацій, покращилися показники фондових індексів та спредів кредитних дефолтних свопів, що свідчить про значний внесок нетрадиційної монетарної політики в регулюванні премії за ризик на фінансових ринках. Трансформації в монетарній політиці сприяли девальвації національної валюти, що у свою чергу сприяє покращенню умов для експортерів, зокрема це є дуже важливим для економіки Японії, де експорт є однією з основних складових економічного зростання.

Як і передбачалося, нетрадиційна монетарна політика центральних банків розвинених країн підтримала економічне зростання, збільшення промислового виробництва, покращення фінансових умов, а також вона досягла цілей зі зниження довгострокової дохідності державних облігацій і вплинула на обмінні курси. Але попри величезні масштаби й різноманітність інструментів монетарного пом'якшення, головна ціль – стабільний рівень інфляції в розмірі 2% на рік жодним з досліджуваних банків не була досягнута.

5. У процесі дослідження були виявлено, що нині, попри те, що центральні банки мали наміри та проводили скорочення нетрадиційних програм монетарної політики в останні роки, нові виклики та потрясіння у світі, зокрема несприятлива епідеміологічна ситуація 2020 року, змусили їх посилити свої монетарні заходи, і монетарна політика знову стала стимулюючою. Нетрадиційна монетарна політика створила нові системні ризики, які виникли в результаті: стрімкого збільшення балансу центральних банків, схильності економік до дешевого фінансування і вичерпання можливостей для подальшого монетарного стимулювання, в умовах занадто низьких відсоткових ставок, при виникненні криз у майбутньому.

Занадто стимулююча монетарна політика в умовах сильного розширення балансу центральних банків може призвести до перегріву економіки, високої інфляції або публічних активів. Баланси центральних банків надзвичайно великі і це обумовлює те, що центральні банки матимуть серйозні проблеми на шляху до нормалізації монетарної політики. Основними проблемами будуть масштабні корегування в цінах на цінні папери, можливе посилення інфляції вище цілей центральних банків, через збільшення прибутковості державних облігацій можуть знову виникнути кризи суверенного боргу. Отже, вихід зі стимулюючої монетарної політики може бути надзвичайно складним.

Всі ці ризики слід брати до уваги центральним банкам, які здійснюють нетрадиційну монетарну політику. Ця політика повинна бути ретельно відкалібрована до потреб економіки. Наступний період низьких відсоткових ставок повинен проходити разом з посиленням макропруденційної політики.

Фінансові інститути повинні повною мірою враховувати ризики своєї діяльності.

6. В умовах глобалізації та інтегрованості у світову економіку й фінансовий ринок всіх країн світу монетарна політика розвинених країн впливає на економічний розвиток інших країн різних регіонів світу, зокрема країн з ринком, що формується, які тісно взаємодіють з такими розвиненими країнами як Японія, США, країни Єврозони. Вплив нетрадиційної монетарної політики на економіки країн можливий через різноманітні канали передачі. Найбільш розповсюдженими є канал сигналізації, канал довіри, канал перебалансування портфеля, канал відсоткових ставок та канал ліквідності. Через ці канали нетрадиційна монетарна політика впливає на прийняття рішень та монетарне регулювання країн з ринком, що формується, а також стимулює трансграничні потоки капіталу, бо головною причиною здійснення інвестицій є прагнення інвесторів отримати максимальну дохідність від свого капіталу.

Кореляція між динамікою відсоткових ставок різних країн збільшується, а це у свою чергу, викликає приплив капіталу в країну з більш високою ставкою. У результаті чого нетрадиційні методи монетарної політики центральних банків розвинених країн впливають на валютний курс, на різні ціни активів країн з ринком, що формуються, зокрема, знижує прибутковість державних і корпоративних облігацій в цих країнах.

Важливим також є рух ліквідності у вигляді міжбанківських кредитів. Глобалізація і полегшення доступу до внутрішніх ринків багато в чому підвищили транскордонну активність глобальних банків в русі фінансових коштів, зокрема від розвинених країн до країн з ринком, що формується.

7. Встановлено, що у період загострення економічної та боргової кризи, які негативно позначилися на країнах Єврозони, інтерес інвесторів до країн Центральної та Східної Європи виріс через наявність високих відсоткових ставок, в порівнянні з розвинутими країнами, і можливістю отримати більший прибуток. У процесі дослідження впливу монетарної політики ЄЦБ на фінансові індикатори країн Центральної та Східної Європи було виявлено, що

нетрадиційна політика ЄЦБ, вплинула на прибутковість державних облігацій практично всіх країн ЄС, а не тільки країн-членів зони євро, яка загалом знизилася після 2014 року. Також проведення нетрадиційної монетарної політики та збільшення балансу ЄЦБ впливають на потоки інвестицій у країни ЦСЄ, але переважно це боргові інструменти як в прямих, так і в портфельних інвестиціях.

Протилежна ситуація спостерігається в країнах Єврозони з високим тягарем заборгованості, передусім у Греції та Італії. Попри те, що політика ЄЦБ призвела до зниження відношення боргу до ВВП в країнах зони євро з високим рівнем боргу, спостерігається тенденція до збільшення частки виплат державного боргу до ВВП. У цій ситуації ЄЦБ просто не може істотно змінити мету своєї монетарної політики, тому що будь-яке, навіть незначне, підвищення облікової ставки призведе до нової боргової кризи в Єврозоні з епіцентром в Італії та Греції.

8. Результати регресійних моделей та аналізу наслідків від оголошень центрального банку Японії, Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку про застосування нетрадиційних методів монетарної політики на економіку України підтверджують гіпотезу про те, що дії ЄЦБ впливають на фінансові показники України. Результати аналізу свідчать про вплив оголошень монетарних органів щодо нетрадиційної монетарної політики на обмінний курс української гривні до євро, долара США та японської єни. В дні оголошення спостерігається укріплення національної валюти, але вплив є незначним. Це пояснюється тим, що Україна лише у 2015 році фактично перейшла з режиму фіксованого валютного курсу до плаваючого і почала застосовувати політику інфляційного таргетування. Оголошення нетрадиційної монетарної політики також впливали на дохідність державних облігацій та фондові індекси, але український фондовий ринок недостатньо розвинений, і цей ефект є невеликим. Основний вплив мали перші програми нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ, ФРС та банку Японії, саме в ті періоди, коли нетрадиційні заходи лише запроваджувались, і їх було важко регулювати та

прогнозувати. І для України, як і для інших країн з ринком, що формуються, більший вплив на національний економічний розвиток мають внутрішні фактори.

Отже, було доведено, що з одного боку, нетрадиційна монетарна політика стимулює економічне зростання, а з іншого – створює ризики для подальших можливостей монетарної політики протидіяти кризовим явищам. Нетрадиційні методи монетарної політики активно використовуються багатьма розвиненими країнами світу, що гарантує їм своє місце в системі державного регулювання. А країни з ринком, що формується з обережністю відносяться до застосування нетрадиційних методів монетарної політики через можливий відтік капіталу, інфляційні наслідки та девальвацію національних валют.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаренкова Г., Шкодiна I., Гойхман М. Вплив полiтики кiлькiсного пом'якшення на фiнансовий ринок. *Вiсник НБУ*. 2013. С. 4-8
2. Алексеєвська Г.С. Понятiе «Монетарная политика» в мировой экономической литературе. *Сучаснi науковi погляди на модернiзацiю i суспiльний розвиток економічної системи*: матерiали Мiжнарод. наук.-практ. конф. Киiв: Нова Економiка, 2017. С. 6–8
3. Алексеєвська Г. С. Вплив нетрадицiйної монетарної полiтики ФРС на економічний розвиток США. *Інфраструктура ринку*. 2020. Вип. 44. С. 3-9
4. Алексеєвська Г. С. Дослiдження монетарної полiтики Європейського Центрального Банку. *Ddigital and innovative economy processes, strategies, technologies*: матерiали Мiжнарод. наук. конф. Кельце, Польща, 2019. С. 22–24
5. Алексеєвська Г. С. Наслiдки нетрадицiйної монетарної полiтики федеральної резервної системи. *Добробут нацiй в умовах європейської iнтеграцiї*: матерiали X Мiжнарод. наук.-практ. конф. Одеса. 2020. С. 24–28
6. Аржевітiн С. М. Грошово-кредитнi вiдносини в розвитку економіки України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня док. екон. наук: 08.00.08. «Грошi, фiнанси i кредит». Киiв, 2011.35 с.
7. Бичкова Н. В., Ломачиснька I. А., Мумладзе А. О. Роль банкiвської системи у фiнансiалiзацiї економічного розвитку України. *Вiсник Одеського національного унiверситету*. 2015. Том 20, Вип. 6. С. 202-206.
8. Богатова И. Е. Анализ Влияния Монетарной Политики в США, Зоне Евро и Китае на денежно- кредитную политику России. *Вестник ИЕ Ран*. 2017. Вип.6. С. 134–141
9. Болдаков В. Монетарнi операцiї Нацiонального банку України. *Вiсник НБУ*. 2000. № 3. С. 44–49.
10. Бутурина А., Цибулина А. Инфляция в Еврозоне: проблемы новой нормальности. *Современная Европа*. 2018. Вип. 4. С.90-100

11. Вишневецький В.П., Матюшин А.В., Вишневецька Е.Н. Монетарний механізм розвитку економіки ЄС. *Економіка промисловості ISSN 1562-109X*. 2015. № 2 (70). С.33-68
12. Галушко Ю.П. Інструменти грошово-кредитного регулювання в системі факторів економічного зростання. дис. канд. екон. наук: 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит». Київ, 2016. 223 с.
13. Горняк О.В., Прокоф'єва Г.С. Порівняльний аналіз концепцій дослідження економічного розвитку. Монографія. *Sozioökonomische und Rechtliche Faktoren der sozialen Entwicklung unter den Bedingungen der Globalisierung. Monographie. Band 1. Steyr, Österreich. 2018. с. 30-38 URL: <http://dspace.onu.edu.ua:8080/handle/123456789/20001>*
14. Горняк О. В., Ломачинська І. А., Мумладзе А.О. Кредитне та кількісне пом'якшення в системі монетарного регулювання в умовах глобальної нестабільності: досвід розвинених країн. *Економічний простір*. 2020. № 156. С. 9-14. DOI: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/156-1>
15. Гусев К. Особенности денежно-кредитной политики Европейского Центрального Банка в посткризисные годы. *Научно-Аналитический Вестник ИЕ РАН*. 2018. Вып.1. С.189-193
16. Дерманов В. Экономический рост или экономическое развитие: в поисках новой парадигмы. 2013. С.1-45 URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2231171
17. Журавльов О.В., Сердюк Г.В. Кількісне пом'якшення в монетарній політиці США. *Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова*. 2014 Т.19, Вып.1. С. 47-49
18. Кавицкая И. Л. Институциональные особенности политики отрицательных процентных ставок европейского центрального банка. *Journal of institutional studies*. 2019. № 11(1). С 81-93. DOI: 10.17835/2076-6297.2019.11.1.081-094
19. Кавицкая И. Л. Анатомия трансмиссии нетрадиционной монетарной политики. *Вопросы регулирования экономики*. 2019. №.10 (1). С.39-49. DOI: 10.17835/2078-5429.2019.10.1.039-049

20. Козюк В. Банківський канал монетарної трансмісії: аналіз з позиції глобальної макрофінансової стабільності. *Вісник НБУ*. 2012. № 1. С. 34–41.
21. Ломачинська І. А., Масленіков Є., Мумладзе А.О. І. Від'ємні відсоткові ставки як інструмент нетрадиційної монетарної політики та їх вплив на економіку та фінансові ринки. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2020. № 4 (78). С.7-15. DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2020-4-1>
22. Миренский Д.В. Нетрадиционная монетарная политика стран-лидеров в условиях глобального финансово-экономического кризиса и посткризисного восстановления экономики. *Экономические науки*. 2013. № 2(99). С.37-41
23. Мозговий О. М., Фролова Т. О., Павлюк О. О. та ін.. Глобальний фінансовий розвиток: тенденції, технології, регулювання: монографія. Київ, 2017. 782 с.
24. Оголь Д.О. Вплив грошово-кредитної політики на економічне зростання України: дис. канд. екон. наук: 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит». Суми, 2016. 285 с.
25. Оголь Д. О. Економічне зростання: сутність, якість і стійкість. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. №2 (164). С. 67-72
26. Офіційний сайт Національного банку Румунії. веб-сайт. URL: <https://www.bnro.ro/Home.aspx>
27. Офіційний сайт Національного банку України. веб-сайт. URL: <https://bank.gov.ua/>
28. Офіційний сайт Міністерства Фінансів України. веб-сайт. URL: <https://minfin.com.ua/ua/banks/rating/>
29. Павлюк Є. Д., Павлюк О. О. Модельні фінансові ризики: глобальний та український контекст. *Міжнародний науковий журнал "Інтернаука"*. 2020. №8. С.1-17. DOI: <https://doi.org/10.25313/2520-2057-2020-8-6044>

30. Перепьолкіна О.О. Монетарна політика в системі факторів економічного зростання України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.01. «Економічна теорія та історія економічної думки». Львів, 2007. 21 с.

31. Петрик О. І. Інфляційне таргетування як механізм забезпечення цінової стабільності в Україні: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня док. екон. наук: 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит». Тернопіль, 2014. 31с.

32. Почтарев Н. Е. Влияние политики «количественного смягчения» в США и Евроразоне на экономическое развитие стран БРИКС: автореф. дис. канд. эконом. наук: 08.00.14. «Мировая экономика». Москва, 2015. 21с.

33. Процик Т.В. Грошово-кредитні засоби регулювання національної економіки: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит». Суми, 2008. 25с.

34. Родіонова Т.А. Дохідність іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук 08.00.02. «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» Харків, 2014. 23с.

35. Романишин В. О., Уманців Ю. М. Центральний банк і грошово-кредитна політика: навч. посіб. К.: Атака. 2005.480 с.

36. Тимків С. М. Монетарні інструменти стабілізаційної політики України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.01. «Економічна теорія та історія економічної думки». Львів, 2015. 22 с.

37. Чирак І. М. Монетарна політика за умов Фінансової нестабільності (на прикладі України): автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит». Тернопіль, 2014. 28с.

38. Шаринська О. Е. Грошово-Кредитне регулювання цінової стабільності у період ринкової трансформації Економіки України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит» Київ, 2007. 30с.

39. Якубовський С. О., Алексеєвська Г. С. Нетрадиційні методи монетарної політики: теоретичні аспекти та практика застосування в ЄС та США. *Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління*. 2017. Т. 16, Вип. 3. С. 32-40
40. Якубовський С. О. Алексеєвська Г. С. Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові ринки: теоретичний аспект. *Вісник Одеського національного університету*. 2017. Т. 22, Вип. 12. С. 24-27.
41. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Вплив монетарної політики на соціально-економічний розвиток приморських регіонів. *Приморські регіони: проблеми та траєкторії соціально-економічного розвитку*: матеріали V Міжнарод. наук.-практ. конф.Одеса. 2018. С. 21–23.
42. Abbassi P., Linzert T. The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis. *Journal of Macroeconomics*. 2012. Vol. 34. P. 945-954
43. Acharya V., Eisert T., Eufinger C., Hirsch C. Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy. *The Review of Financial Studies*. 2019. Vol. 32 (9). P. 3366–3411
44. Agnello L., Castro V., Dufrénot G., Jawadi F., Sousa R. M. Unconventional monetary policy reaction functions: evidence from the US. *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*. 2019. DOI: <https://doi.org/10.1515/snde-2018-0088>
45. Aladangady A. Housing Wealth and Consumption: Evidence from Geographically-Linked Microdata. *American Economic Review*. 2017. № 107 (11). P. 3415–3446.
46. Albrizio, S., Conesa, M., Dlugosch, D. and Timiliotis, C. Unconventional monetary policy and productivity: Evidence on the risk-seeking channel from US corporate bond markets. *OECD Productivity Working Papers*. 2019. № 2019-17. P. 1-48

47. Alekseievska H., Kyfak A., Rodionova T., Yakubovskiy S. Modeling Outcomes of Unconventional Monetary Policy. *International Journal of Recent Technology and Engineering (IJRTE)*. 2019. Vol.8 Issue 4. P. 10263-10268. DOI:10.35940/ijrte.D4503.118419
48. Alekseievska H. Impact of the European Central Bank Monetary Policy on the Financial Indicators of the Bulgaria, Croatia, Romania and Ukraine. *Acta Universitatis Danubius*. 2020. Vol 16, No 2. P.270-274
49. Alekseievska H., Mumladze A. Quantitative Easing as The Main Instrument of Unconventional Monetary Policy. *Three Seas Economic Journal*. 2020. Vol.1. №.1. P.39-46 DOI: <https://doi.org/10.30525/2661-5150/2020-1-7>
50. Alekseievska H. Influence Of Unconventional Monetary Polisy on The 10year Government Bond Yields of Japan. *Imperatives of development of civil society in promoting national competitiveness*. 1st International Scientific and Practical Conference. Batumi, Georgia, Volume I. 2018. P. 60–63
51. Altavilla C. Giannone D. The effectiveness of non-standard monetary policy measures: Evidence from survey data. *Journal of Applied Econometrics*. 2017. Vol. 32, No. 5. P. 952–964.
52. Ambler S. Rumler F. The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study. 2017. URL: <http://www.steveambler.uqam.ca/papers/euroqe.2017b.pdf>
53. Angelovska–Bezhoska A., Mitreska A., Bojcheva-Terzijan S. The Impact of the ECB’s Quantitative Easing Policy on Capital Flows in the CESEE Region. *Journal of Central Banking Theory and Practice*. 2018. Vol. 2. P. 25-48. DOI: 10.2478/jcbtp-2018-0011
54. Ara’ujo A., Schommer S., Woodford M. Conventional and Unconventional Monetary Policy with Endogenous Collateral Constraints. *American Economic Journal: Mcroeconomics*. 2013. P.1-89

55. Asshoff S., Belke A. Osowski T. Unconventional monetary policy and inflation expectations in the Euro area. *CEPS Working Documents*. 2020. № 2020/01. P.1-35 URL: https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2020/01/CEPSWD2020_01_UMP_Inflation_expectations.pdf
56. Balcilara M., Ozdemirb A. Z., Ozdemirc H., Wohar M.E. Fed's unconventional monetary policy and risk spillover in the US financial markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2020. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.01.004>
57. Bank of Japan. Data: веб. сайт. URL: <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>
58. Bauer M. D. Rudebusch G. D. The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*. 2013. № 2011-21. P.1-48
59. Bauer M. D. Neely C. J. International channels of the Fed's unconventional monetary policy. *Journal of International Money and Finance*. 2014. Vol. 44. P.24-46
60. Bauer M. D., Rudebusch G. D. Monetary Policy Expectations at the Zero Lower Bound. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*. 2015. № 2013-18. P.1-45 URL: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2013-18.pdf>
61. Bayoumi T., Gagnon J. Unconventional monetary policy in the Asian financial crisis. *Wiley Pacific Economic Review*. 2018. № 23. P. 80-94 DOI: 10.1111/1468-0106.12254
62. Beirne J. et al. The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets. *European Central Bank Occasional Paper Series*. 2011. № 122. P.1-36.
63. Bernanke B. S., Reinhart V.R., Sack B.P. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2004. №2. P. 1-78 URL: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200448/200448pap.pdf>

64. Bernanke B.S. The Crisis and the Policy Response. The Stamp Lecture, London School of Economics. 2009. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
65. Bhattarai S., Neely C. A Survey of the Empirical Literature on U.S. Unconventional Monetary Policy. *Working Paper*. 2016. № 2016-021A. P. 1-50 URL: <https://dx.doi.org/10.20955/wp.2016.021>
66. Board of Governors of the Federal Reserve System: веб. сайт. URL: <https://www.federalreserve.gov/>
67. Boeckx, J.; Dossche, M. and Peersman, G. Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies. *National Bank of Belgium Working Paper*. 2014. № 275. P. 1-70
68. Borio Cl., Disyatat P. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. *BIS Working Paper*. 2009. № 292. P.1-36
69. Borio Cl., Gambacorta L. Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: diminishing effectiveness? *Bank for International Settlements BIS Working Papers*. 2017. № 612. P. 1-33
70. Bowdler C. Radia A. Unconventional Monetary Policy: the assessment. *Oxford Review of Economic Policy*. 2012. Vol. 28, Issue 4. P. 603–621. DOI: <https://doi.org/10.1093/oxrep/grs037>
71. Bowman D., Londono J.M., Sapriza H. U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers*. 2014. № 109. P.1-44
72. Brooks R. et al. Capital Flows Report Sudden Stop in Emerging Markets. *The Institute of International Finance*. 2020. P. 1-8 URL: https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/2_IIF2020_April_CFR.pdf
73. Burriel P. Galesi A. Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries. *European Economic Review*. 2018. № 101. P. 210-229

74. Campbell J. R., Evans C. L., Fisher J. D. M., Justiniano A. Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. Vol. 43, Issue 1. P.1–80.
75. Carsten M. Stann, Theocharis N. Grigoriadis. Monetary policy transmission to Russia & Eastern Europe. *Free University Berlin, School of Business & Economics Discussion Papers*. 2019. № 6. P.1-46 DOI:10.17169/refubium-2372
76. Cecioni M., Ferrero G., Secchi A. Unconventional monetary policy in theory and in practice. *Occasional Papers Bank of Italy*. 2011. № 102. P. 1-40
77. Cerna S. ECB's Monetary Policy and Financial Stability of Romania. Paper presented at the Conference of Banking Law. Faculty of Law. West University of Timisoara. The V Edition. April 8, 2016.
78. Charoenwong B., Morck R., Wiwattanakantang Y. Asset Prices and Corporate Responses to Bank of Japan ETF Purchases. *NBER Working Paper*. 2019. № 25525. P. 1-59
79. Chen H., Cúrdia V., Ferrero A. The macroeconomic effects of large – scale asset purchase programmes. *The Economic Journal*. Vol. 122, Issue 564. 2012. P. 289-315
80. Chen Q. Filardo A. He D. Zhu F. Financial Crisis, Unconventional Monetary Policy and International Spillovers. *IMF Working Paper*. 2015. №.15/85. P.3-33
81. Chmielewski T., Kapuściński M., Kocięcki A. Monetary transmission mechanism in Poland. What do we know in 2017? *NBP Working Paper*. 2018. № 286. P.1-74
82. Christensen J.H.E, Mark M. Spiegel Negative Interest Rates and Inflation Expectations in Japan. Pacific Basin Note. Research from the Federal Reserve Bank of San Francisco. 2019. P. 1-5. URL: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2019-22.pdf>

83. Ciarlone A., Colabella A. Spillovers of the ECB's non-standard monetary policy into CESEE economies. *Questioni di Economia e Finanza*, Bank of Italy, *Economic Research and International Relations Area*. 2016. № 351. P.175-190. URL: <http://www.scielo.org.co/pdf/espe/v34n81/v34n81a01.pdf>

84. Ciccarelli M., Garc'ia J. A., Montes-Gald'on C. Unconventional monetary policy and the anchoring of inflation expectations. *European Central Bank Technical Report*. 2017. № 1995. P. 1-33

85. Collingnon S., Esposito P., Cui Y. Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE. *European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs*. 2012. P.1-38. URL: http://www.stefancollignon.de/PDF/EP_Unorthodoc%20monetary%20policy,%20draft.pdf

86. Collingro F. Frenkel M. On the financial market impact of euro area monetary policy: A comparative study before and after the Global Financial Crisis. *Global Finance Journal*. 2019. Vol. 15. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100480>

87. Coroiu S. I., Mitu A. Cross-Border Transmission of Unconventional Monetary Policy. *Annals of Faculty of Economics*. 2016. Vol. 1. P.758-762

88. Creel, J., Hubert, P. and Viennot, M. The Effect of ECB Monetary Policies on Interest Rates and Volumes. *Journal of Applied Economics*. 2016. Vol.48, Issue 47. P.4477- 4501.

89. Czech National Bank. URL: <https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/>

90. Dahlhaus T., Vasishtha G. The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies. *Working Paper Bank of Canada*. 2014. № 53. P.1-28.

91. Daines M., Joyce, M., Tong, M. QE and the Gilt Market: A Disaggregated Analysis. *Bank of England Working Paper*. 2012. № 466. P.1-46.

92. Demertzis M., Wolff B. The effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme. *Bruegel Policy Contributions*. 2016. № 2012/10. P.1-16 URL:https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2016/06/pc_2016_10-1.pdf
93. Derkach T. Alekseievska H. The Influence of Developed Countries Central Banks' Unconventional Monetary Policy on The Economy of Ukraine. *Actual problems of international relations*. 2020. Release 142. P. 99-108
94. Driffill J. Unconventional Monetary Policy in the Euro Zone. *Open Economies Review*. 2016. № 27. P. 387–404
95. Dzyublyuk O. Unconventional Measures of Monetary Policy: Experience of The Federal Reserve System of The United States. *Journal of European Economy*. 2017. Vol. 16. № 3 (62). P.341-364
96. ECB. Press conference 12 september 2019. Frankfurt am Main, European Central Bank, 2019. URL : <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.en.html>
97. Elbourne A., Ji K., Duijndam S. The effects of unconventional monetary policy in the euro area. *CPB Discussion Paper*. 2018. № 371. P.1-36
98. Ehrmann M., Gaballo G., Hoffmann P., Strasser G. Can more public information raise uncertainty? The international evidence on forward guidance. *ECB Working Paper*. 2019. № 2263. P. 1-53
99. Engen E.M., Laubach T., Reifschneider D. L. The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies. Finance and Economics Discussion Series 2015-005. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. DOI: <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.005>.
100. Enhancement of Monetary Easing in Light of the Impact of the Outbreak of the Novel Coronavirus (COVID-19). Bank of Japan. April 27, 2020. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/k200427a.pdf
101. European central Bank: веб. сайт. URL:<https://www.ecb.europa.eu>
102. Eurostat: веб. сайт. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/>

103. Falagiarda M., McQuade P., Tirpak M. Spillovers from the ECB's non-standard monetary policies on non-euro area EU countries: evidence from an event study analysis. *European Central Bank Working Paper Series*. 2015. № 1869. P.1-54.
104. Farmer E.A. The Effect of Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules on Inflation Expectations: Theory and Evidence. *Roger NBER Working Paper*. № 18007. 2012. P.1-23
105. Femina K., Friedman S., Sack B. The Effects of Policy Guidance on Perceptions of the Fed's Reaction Function. Federal Reserve Bank of New York Staff Report. 2013. № 652. P. 1-15
106. Fratzscher M., Lo Duca M., Straub R. On the International Spillovers of US Quantitative Easing. *Working Paper Series*. 2013. № 1557. P. 1-64
107. FRED Statistics: веб. сайт. URL:<https://fred.stlouisfed.org/>
108. M. Friedman, A. J. Schwartz. *Monetary History of the United States*. Princeton. 2007. 880 p.
109. Friedman B. M. The Simple Analytics of Monetary Policy: A Post-Crisis Approach. *NBER Working Paper Series*. 2013. № 18960. P. 1-33 URL:<https://www.nber.org/papers/w18960.pdf>
110. Fukuda, S. The Impacts of Japan's Negative Interest Rate Policy on Asian Financial Markets. *ADBI Working Paper*. 2017. № 707. P. 1-31 URL:<https://www.adb.org/publications/impacts-japan-negative-interest-rate-policy-asian-financial-markets>
111. Gagnon J. E., Sack. B. 18-19 QE: A User's Guide Policy Brief. 2018 P. 1-11 URL: <https://www.piie.com/system/files/documents/pb18-19.pdf>
112. Galati, G. Moessner, R. Macroprudential policy - A literature review. *Journal of Economic Surveys*. 2013. Vol. 27, Issue 5. P. 846–878.
113. Gambetti L., Musso A. The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP). *European Central Bank Working Paper Series*. 2017. № 2075. P. 1-43

114. Garriga C., Hedlund A. Mortgage Debt, Consumption, and Illiquid Housing Markets in the Great Recession. *American Economic Review*. 2020. Vol.110, № 6. P. 1603–1634 DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.20170772>
115. Georgiadis G., Gräß J. Global Financial Market Impact of the Announcement of the ECB's Extended Asset Purchase Programme. *Journal of Financial Stability*. 2016. No.26 (232). P. 257–265. DOI: 10.1016/j.jfs.2016.07.009
116. Gern K.J, Janssen N., Kooths S., Wolters M. Quantitative Easing in the Euro Area: Transmission Channels and Risks. *Intereconomics*. 2015. Vol. 50, Issue 4. P. 206–212
117. Global Financial Stability Report Old Risks, New Challenges. International Monetary Fund. April 2013. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/>
118. Gornyak O., Voloshchuk L., Prokofieva G. Formation of components of economic development of the country and its regions within the framework of decentralization. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2019. Vol. 5. № 3. P.37-43 URL: <http://dspace.onu.edu.ua:8080/handle/123456789/26032>
119. Goyal A. Unconventional monetary policy in emerging markets. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*. 2016. № 9(2). P. 101-108. DOI: 10.1080/17520843.2016.1180835
120. Greenlaw A. D., Hamilton J. D, Harris E., West K. D. Skeptical View of the Impact of the Fed's Balance Sheet. *NBER Working Paper*. 2018. №. 24687. P. 1-96
121. Gürkaynak R., Sack B., Swanson E. Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements. *International Journal of Central Banking*. 2005. P. 55–93.
122. Gural A., Lomachynska I. FDI and financial development as determinants of economic growth for V4 countries. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2017. Vol 3, No 4. P. 59-64.

123. Gupta P. Masetti O. Rosenblatt D. Should emerging markets worry about U.S. monetary policy announcements? World bank paper. 2017. URL: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/775321497019227117/should-emerging-markets-worry-about-u-s-monetary-policy-announcements>

124. Hachula M. Essays on Unconventional Monetary Policy, Inflation Expectations, and Commodity Prices : dissertation to obtain the academic degree of Doctor of Economics from the Department of Economics. Freie Universität. Berlin 2017. 223p.

125. Haitsma R., Unalmis D., Haan J. The impact of the ECB's conventional and unconventional monetary policies on stock markets. *Journal of Macroeconomics*. 2016. Vol. 48, Issue C. P.101-116

126. Hanisch M. The effectiveness of conventional and unconventional monetary policy: Evidence from a structural dynamic factor model for Japan. *Journal of International Money and Finance*. 2017. Vol. 70. P. 110–134.

127. Hayashi F. Koeda J. Exiting from QE. *NBER Working Paper*. 2014. №19938. P.1-68

128. Honda Y., Kuroki Y., Tachibana M. An Injection of Base Money at Zero Interest Rates: Empirical Evidence from the Japanese Experience 2001–2006. *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics*. 2013. Vol. 1, No. 1. P. 1–24.

129. Inoue A., Rossi B. The effects of conventional and unconventional monetary policy on exchange rates. *Journal of International Economics*. 2019. Vol. 118. P. 419–447. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2019.01.015>

130. International Monetary Fund. Data: веб. сайт. URL: <https://data.imf.org>

131. Janus J. The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy. *Oeconomia Copernicana*. 2016. Vol. 7 No. 1. P. 7-21. DOI: <http://dx.doi.org/10.12775/OeC.2016.001>

132. Janus J. Is ECB Rocking the Boat? Unconventional Monetary Policy in the EMU and Volatility Spillovers to Poland. *Journal Eastern European Economics*. 2019. Vol. 58, Issue 1. P. 50-67 DOI: <https://doi.org/10.1080/00128775.2019.1650646>
133. Kamada K., Kurosaki T., Miura K., Yamada T. Central Bank Policy Announcements and Changes in Trading Behavior: Evidence from Bond Futures High Frequency Price Data. *Bank of Japan IMES Discussion Paper*. 2018. № 2018-E-2. P. 1-55
134. Kan K., Kishaba Y., Tsuruga T. Policy effects since the introduction of quantitative and qualitative monetary easing: Assessment based on the Bank of Japan's large-scale macroeconomic model. *Bank of Japan Working Paper Series*. 2016. № 16-E-15. P.1-26
135. Kapetanios G., Mumtaz H., Stevens I. Theodoridis K. Assessing the economy-wide effects of Quantitative Easing. *The Economic Journal*. 2012. Vol. 122, Issue 564. P. 316-347
136. Kawai M. International Spillovers of Monetary Policy: US Federal Reserve's Quantitative Easing and Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Easing. *ADB Working Paper*. 2015. № 512. P. 1-31 URL: <https://think-asia.org/bitstream/handle/11540/9630/adbi-wp512.pdf?sequence=1>
137. Kireyev A., & Leonidov A. Network Effects of International Shocks and Spillovers. *IMF Working Paper*. 2015. № WP/15/149. P. 1-49
138. Koeda J. Macroeconomic effects of quantitative and qualitative monetary easing measures. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2019. Vol. 52. P. 121-141
139. Kontonikas A. Kostakis A. On monetary policy and stock market anomalies. *Journal of Business Finance Account*. 2013. Vol. 40, Issue7-8. P.1009–1042
140. Kopych R., Golynska M., Shevchuk V. Efekty makroekonomiczne polityki fiskalnej i monetarnej w gospodarkach Europy Środkowej i Wschodniej.

Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. 2019. Nr 3(981). S. 43–62. URL: <https://zeszyty-naukowe.uek.krakow.pl/rt/metadata/1679/0>

141. Kopych R., Shevchuk V. German fiscal austerity effects on investments and exports in the Central and Eastern European countries. *Quantitative Methods in Economics* 2017. Vol. XVIII. No. 1. P. 110–119. URL: <http://yadda.icm.edu.pl/yadda/element/bwmeta1.element.desklight-798c7282-ffd0-454f-84a8-5623453d9c28>

142. Kopych R., Shevchuk V. Assessing Fiscal Sustainability in Ukraine: TVP and VAR/VEC Approaches. *Entrepreneurial Business and Economic Review*. 2018. Vol. 6. No. 3. P. 73–87. URL: <https://eber.uek.krakow.pl/index.php/eber/article/view/350>

143. Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A. The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. *NBER Working Paper Series*. 2011. №. 17555. P. 1-54 URL: <http://www.nber.org/papers/w17555>

144. Kuttner K. N. Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond. *Journal of Economic Perspectives*. 2018. Vol.12, № 4. P. 121-146 DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.32.4.121>

145. Labonte M. Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions. *Congressional Research Service*. 2020. P. 2-27

146. Lemke W., Vladu A. L. Below the zero lower bound: a shadow-rate term structure model for the euro area. *Working Paper Series*. 2017. № 1991. P. 1-57

147. Lenza M., Pill H., Reichlin L. Monetary Policy in Exceptional Times. *ECB Working Paper*. № 1253. 2010. Pp.1-40 URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1253.pdf>

148. Lesuisse P. External Monetary Shocks to Central and Eastern European Countries. *CERDI Études et Documents* №5. 2017. Pp. 2-28

149. Lewis D. J. Announcement-Specific Decompositions of Unconventional Monetary Policy Shocks and Their Macroeconomic Effects. Federal Reserve Bank of New York Staff Report №. 891. 2019. Pp. 1-43

150. Lloyd S. P. Unconventional Monetary Policy And The Interest Rate Channel: Signalling And Portfolio Rebalancing. Cambridge-INET Working Paper Series No: 2017/15 *Cambridge Working Papers in Economics*. № 1735. 2017. Pp.1-64
151. Loisel O., Mésonnier J.S. Les Mesures non Conventionnelles de Politique Monétaire face à la Crise. Banque de France № 1(1). 2009. Pp 52-67.
152. Lomachynska I. Modernization of structure of financial systems with the development of FinTech. Scientific approaches to modernization of economic system: development trends: collective monograph. Lviv-Toruń: LihaPres, 2020. P. 363-382.
153. Magyar Nemzeti Bank. URL: <https://www.mnb.hu/monetaris-politika>
154. Malliaris A. G., Malliaris M. The Impact of the Twin Financial Crises *Journal of Policy Modeling*. 2020. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2020.03.011>
155. Martins L. F., Batista J., Ferreira-Lopes A. Unconventional monetary policies and bank credit in the Eurozone: An events study approach. *J Fin Econ*. 2019. P. 1210–12244 DOI: 10.1002/ijfe.1712.
156. Maslennikov Y. Lenska N. Theoretical aspects of state regulation of national macroeconomic environment. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2017. № 3 (4). P. 165-170. URL: <http://www.baltijapublishing.lv/index.php/issue/article/view/230/pdf>.
157. Maslennikov E. I., Lomachynska I. A., Bychkova N. V. Ensuring stability of Ukrainian banking system in context of institutional transformation. *Науковий вісник Полісся*. 2017. № 4 (12). Ч. 2. P. 62-70.
158. Michaelis H., Watzka S. Are there differences in the effectiveness of quantitative easing at the zero-lower-bound in Japan over time? *Journal of International Money and Finance*. 2017. Vol. 70. P. 204–233.
159. Mitchell K., Pearce D. K. How did unconventional monetary policy affect economic Forecasts? *Contemporary Economic Policy* (ISSN 1465-7287) 2020. Vol. 38. P. 206–220 DOI:10.1111/coep.12440

160. Moder I. Spillovers from the ECB's Non-standard Monetary Policy Measures on Southeastern Europe. *International Journal of Central Banking*. 2019. P. 127-163 URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb19q4a4.pdf>

161. Montgomery H. Volz U. The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan. *Journal of Economic*. Vol. 53, Issues 2. 2019. P. 411-416 DOI: <https://doi.org/10.1080/00213624.2019.1594525>

162. Morgan P. The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy. *ADB Working Paper Series*. 2009. №163. P. 1-34 URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156018/adbi-wp163.pdf>

163. Mouabbi S., Sahuc J. G. Evaluating the macroeconomic effects of the ECB's unconventional monetary policies. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2019. Vol. 51, Issue 4. P. 831–858

164. Nakaso H. Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience Speech at the Central Banking Seminar Bank of Japan. 2017. P. 1-21 URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2017/data/ko171019a1.pdf

165. Nakata T., Ogaki R., Schmidt S., Yoo P. Attenuating the forward guidance puzzle: implications for optimal monetary policy. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2019. Vol. 105. P. 90-106

166. Narodowy Bank Polski. URL: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/polityka_pieniezna.html

167. Ordu-Akkaya B. M., Soytas U. Unconventional monetary policy and financialization of commodities. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2020. Vol. 51. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.12.014>

168. Orphanides. A., Wieland V. Efficient Monetary Policy Design near Price Stability. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2000. Vol. 14. P.327–365 DOI:10.1006/jjie.2000.0452

169. Pavliuk Y., Pavliuk O., Halakhova T., Bludova T. Impact of Banking Supervision Standard on Country Credit Indicators. *International Journal of Scientific and Technology Research*. 2020. Vol.9. Issue 04. P. 2454-2459. URL: <http://www.ijstr.org/research-paper-publishing.php?month=apr2020>

170. Peersman G. Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the Euro area. *ECB Working Paper Series*. 2011. № 1397. P. 1-35. URL: <https://www.ecb.europa.eu/ecbwp1397>

171. Pereira I. Is the ECB unconventional monetary policy effective? *GEE Papers*. 2016. № 61. P. 1-54

172. Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act May 23, 2020 URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/pdcf-cpff-mmlf-5-24-20.pdf>

173. Pleșcău I. Monetary Policy Before And After The Financial Crisis. Evidence From Inflation Targeting Countries In Central And Eastern. *Studies and Scientific Researches. Economics Edition*. 2017. Vol. 25. P. 41-48

174. Potter S. M., Smets F. Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. *CGFS Papers*. 2019. № 63. P.1-79

175. Prepaki K. M. Alternative Monetary Policy Tools During The Great Recession. Dissertation (mec16005) Department of Economics University of Macedonia Thessaloniki, 2017.

176. Rajan R. Competitive monetary easing: is it yesterday once more? *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*. 2015. Vol. 8. № 1-2.

177. Reifschneider D., Roberts J. Expectations Formation and the Effectiveness of Strategies for Limiting the Consequences of the Zero Bound. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2006. Vol. 20. P. 314–337.

178. Reith M. Unconventional monetary policy in practice: A comparison of 'Quantitative Easing' in Japan and the USA. *International Journal of Monetary Economics and Finance*. 2011. № 4(2). P. 111-134 DOI: 10.1504/IJMEF.2011.039325

179. Rivolta G. An event study analysis of ECB unconventional monetary policy. *FEBBRAIO Working Paper*. 2014. № 2014-02. P. 1-44

180. Rodionova T., Boyd J.H, Nicolo G. De. Banking Crises and Crisis Dating: Disentangling Shocks and Policy Response. *Journal of Financial Stability*. 2019. № 41.P.45-54.
181. Rogers J. H., Evaluating C. S., Wright J. H. Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison . *International Finance Discussion Papers*. 2014. № 1101. P.1-67
182. Rubino M. Q. The effects of quantitative easing in the United States: Implications for future central bank policy makers Senior Honors Projects, 2010-current. 2015. P. 1-62.
183. Ryoua J. W., Baakb S.J., Kima W. J. Effects of Japanese quantitative easing policy on the economies of Japan and Korea North. *American Journal of Economics and Finance*. 2019. Vol. 48. P. 241–252. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.02.007>
184. Ryuzo M., Okimoto T. The Macroeconomic Effects of Japan's Unconventional Monetary Policies. *RIETI Discussion Paper Series*. 2017. № 17-E-065. P. 2-27
185. Saiki A., Frost J. Does unconventional monetary policy affect inequality? Evidence from Japan. *Applied Economics*. 2014. Vol. 46. P. 4445-4454. DOI: 10.1080/00036846.2014.962229
186. Saiki A., Frost J. Unconventional Monetary Policy and Inequality – Is Japan Unique? *CEP Working Paper 2019*. № 2019/2. P.1-28 URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/6892/631bc69cf19e9e41fc221123a1c7c625ccc8.pdf>
187. Saskiater E., Jansen E. Larsson N. ECB Spillovers and domestic monetary policy effectiveness in small open economies. *European Economic Review* 2020. № 121. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2019.103338>
188. Salter A. W. An Introduction to Monetary Policy Rules. *Mercatus Working Paper*, № 12/04. 2014. P. 1-41. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3191382>

189. Schenkelberg H. Watzka S. Real effects of quantitative easing at the zero lower bound – structural VAR-based evidence from Japan. *Journal of International Money and Finance*. 2013. Vol. 33. P. 327-357.

190. Serati M., Venegoni A. The cross-country impact of ECB policies: Asymmetries in – Asymmetries out? *Journal of International Money and Finance*. 2019. №. 90. P. 118-141

191. Serra A. P., Ferreira E. ECB, BoE and Fed Monetary-Policy announcements: price and volume effects on European securities markets. *Banco de Portugal, Economics and Research Department Working Papers* 2019. № w201914. P. 1-40

192. Sheard P. J. The Bank of Japan Breaks New Ground Yet Again-And It May Work This Time S&P Economic Research New York. 2016. № 212-438-6262. P.1-12.

193. Shirai S. The Bank of Japan's Super-Easy Monetary Policy from 2013–2018. *Asian Development Bank Institute Working Paper*. 2018. № 896. P. 1-26 URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/469246/adbi-wp896.pdf>

194. Shirai S. Mission Incomplete: Reflating Japan's Economy Asian Development Bank Institute. 2018. P. 1-242 URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/225571/adbi-mission-incomplete-reflating-japan-economy.pdf>

195. Shizume M. Historical Evolution of Monetary Policy (Goals and Instruments) in Japan: From the Central Bank of an Emerging Economy to the Central Bank of a Mature Economy. *WINPEC Working Paper Series*. 2018. № E1803. P. 1-35

196. Smaghi L. B. Conventional and unconventional monetary policy. *International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)*. 2009. № 28. P.1-14 URL: <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>

197. Statement on Monetary Policy May 22, 2020 Bank of Japan URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/k200522b.pdf

198. Stone M., Fujita K., Ishi K. Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far. IMF Working Paper 2011. №11/145. P. 1-71.

199. Sun G. Spillover Effect of U.S. Quantitative Easing From the Emerging Markets Perspective. School of Management. 2015. P. 1-128 URL: https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/fr/object/thesis:2537/datastream/PDF_01/view

200. Swanson E.T. Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets. *NBER Working Paper*. 2017. № w23311. P.1-44

201. The Organisation for Economic Co-operation and Development. Main Economic Indicators: веб. сайт. URL: <https://www.oecd.org/sdd/oecdmaineconomicindicatorsmei.htm>

202. Thomson Reuters. Data Stream. EIKON URL: <https://infobase.thomsonreuters.com>

203. Trading Economics. веб.сайт URL:<https://tradingeconomics.com/>

204. Trichet J. What can central banks do in a financial crisis? Speech at Kellogg Distinguished Lecture Series, Evanston, Illinois 27 April 2010 URL: http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100427_3.en.html

205. Trichet J.C. Unconventional Monetary Policy Measures: Principles, Conditions, Raison. *International Journal of Central Banking*. 2013. P.229-250 URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb13q0a11.pdf>

206. Ueda K. Non-Traditional Monetary Policies: G7 Central Banks during 2007-2009 and the Bank of Japan during 1998-2006. *CIRJE – F- Discussion Papers*. 2009. № 692. P.1-24

207. U.S. repo rate falls after Fed repo operation. Business News. Reuters September 20, 2019 URL: <https://www.reuters.com/article/us-usa-repo/u-s-repo-rate-falls-after-fed-repo-operation-idUSKBN1W51AW>

208. Weale M., Wieladek T., What are the macroeconomic effects of asset purchases? *Journal of Monetary Economics*. 2016. Vol. 79. P. 81-93

209. Woodford M. Methods of policy accommodation at the interest-rate zero lower bound, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium. 2012. P. 1-99. URL: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/mw.pdf>
210. World bank. веб.сайт. URL: <https://www.worldbank.org/>
211. Wu Tao Unconventional Monetary Policy and Long-Term Interest Rates *IMF Working Paper*. 2014. № WP/14/189. P. 1-49
212. Yakubovskiy S., Rodionova T., Derkach T. Impact of foreign investment income on external positions of emerging markets economies. *Journal Transition Studies Review*. 2019. Vol. 26, Issue 1. P. 81-91. DOI: <https://doi.org/10.14665/1614-4007-26-1-005>
213. Yakubovskiy S., Rodionova T., Kyfak A. Inflow of Foreign Capital as a Factor of the Development of Current Accounts of the Eastern European Countries. *Journal Transition Studies Review*. 2019. Vol. 26, Issue 2. P. 3-14. DOI: <https://doi.org/10.14665/1614-4007-26-001>
214. Yakubovskiy S., Alekseievska H., Tsevukh J. Impact of the European Central Bank Monetary Policy on the Financial Indicators of the Eastern European Countries. *Journal Global Policy and Governance*. 2020. Vol.9 №.1 DOI: <https://doi.org/10.14666/2194-7759-9-1-003>
215. Yellen J. L. Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications. Speech February 25, 2011.
URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20110225a.htm>
216. Zabala J. A., Prats M. A. The unconventional monetary policy of the European Central Bank: Effectiveness and transmission analysis. *The World Economy*. 2019. Vol. 43. P.794-809 DOI: <https://doi.org/10.1111/twec.12880>

ДОДАТКИ



АНК. БІЗНЕС АДВОКАТИ

20 років юридичної практики

Правова підтримка бізнесу
Адвокатська практика

65026, м. Одеса,
вул. Ланжеронівська, 9, офіс 17
тел: +38 (0482) 348 716

E-mail: office@ank.odessa.ua
WEB: www.ank.odessa.ua

Довідка № 1182/06 від 18.06.2020 р.

Компетентним органам та всім, кого це стосується

АКТ

про впровадження результатів наукової роботи
Алексеевської Галини Сергіївни

у практичну діяльність Адвокатського об'єднання «АНК. Бізнес адвокати»

Цим актом підтверджується той факт, що у практичну діяльність Адвокатського об'єднання «АНК. Бізнес адвокати» впроваджено такі результати, отримані в рамках наукової роботи Алексеевської Г.С.:

- результати дослідження теоретико-методичних та концептуальних підходів до оцінки впливу інструментарію монетарної політики на трансграничні потоки капіталу;
- результати дослідження впливу зовнішніх монетарних факторів на ризик-преміум та зовнішній попит на боргові інструменти;
- огляд впливу політики кількісного пом'якшення Європейського центрального банку на кон'юнктуру пропозиції фінансових інструментів на домашньому ринку Європейського союзу;
- характеристика динаміки трансграничних потоків капіталу.

Дані результати було використано для формування юридичних консультацій та пропозицій для законодавчої ініціативи з питань регулювання трансграничних потоків капіталу, адаптації валютного законодавства до імплементації Єдиного стандарту звітності та плану BEPS в рамках національного правового поля, тощо.

Директор



Тел. (0482)-348-716

e-mail frontdesk@ank.odessa.ua



Independent Member of
GENEVA GROUP INTERNATIONAL
A worldwide network of independent professional firms

ДОВІДКА №1 від 10.06.2020

про впровадження результатів дисертаційної роботи
 Алексеєвської Галини Сергіївни
 на тему «**Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на
 економічний розвиток країн**»
 у діяльність ТОВ «ПРОФАГРОТРАНС»

Цим документом підтверджується, що у науково-практичну діяльність ТОВ «ПРОФАГРОТРАНС» були впроваджені такі результати, отримані в рамках наукової роботи Алексеєвської Г.С. :

- дослідження дохідності боргових інструментів, як розвинених країн, так і країн з ринком, що формується;
- характеристика трансграничних потоків капіталу;
- аналіз впливу нетрадиційних методів монетарної політики центральних банків розвинених країн на фінансові показники України.

Директор



/Сапожник А.М./

Товариство з обмеженою відповідальністю
«АТУ Агробуд Плюс»
м. Одеса, пл. Митна, 1а
ЄДРПОУ 34552925

Довідка № 02/1806 від 18.06.2020 р.

АКТ

про впровадження результатів дисертаційної роботи

Алексеевської Галини Сергіївни

на тему «Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на економічний
розвиток країн»

у практичну діяльність **компанії «АТУ Агробуд Плюс»**

Наступним підтверджую, що у практичну діяльність **компанії «АТУ Агробуд Плюс»** для вдосконалення системи ціноутворення операцій у зовнішньоекономічній діяльності впроваджено наступні результати, отримані у дисертаційній роботі Алексеевської Г.С.: дослідження теоретико-методичних та концептуальних підходів до оцінки впливу інструментарію монетарної політики на трансграничні потоки капіталу, дослідження кореляцій між різними видами прямих інвестицій, дослідження впливу оцінки ризику ліквідності на дохідність за інструментами ОВДП.

Директор ТОВ «АТУ Агробуд Плюс»



Красуцький С.В.



АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК «ПРИВАТБАНК»

Юридична адреса:

вул. Грушевського, 1д, м. Київ, 01001, Україна

Адреса для зв'язків та листування:

вул. Набережна Перемоги, 50, м. Дніпро, 49094, Україна

Телефони: 3700 (безкоштовно з мобільного)

(056) 735 32 82

www.pb.ua

e mail: help@pb.ua

Ректору
Одеського національного
університету імені І.І Мечникова
д.політ. н., проф. Ковалю І.М.

ДОВІДКА № 23 від 19.05.2020

про впровадження результатів дисертаційної роботи
Алексеевської Галини Сергіївни
на тему «Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на
економічний розвиток країн»
у діяльність АТ «ПриватБанк»

Результати дисертаційної роботи Алексеевської Г.С, щодо дослідження дохідності боргових інструментів; аналіз відсоткових ставок у країнах Центральної і Східної Європи; характеристика трансграничних потоків капіталу; аналіз впливу нетрадиційних методів монетарної політики центральних банків розвинених країн на обмінні курси, були впроваджені у практичну діяльність АТ «ПриватБанк».

Керівник відділення груп



Псіліца О. А.



АБ "КЛІРИНГОВИЙ ДІМ" 04070, м. Київ, вул. Борисоглібська, 5а, МФО 300647, код ЄДРПОУ 21665382,
Відділення "Одеське Регіональне управління" 65125, м. Одеса, вул. Успенська 29,
тел. (048) 740-90-70, факс. (048) 740-90-70

№ 3/05
від 15.05.2020

Ректору
Одеського національного університету
імені І.І Мечникова д.політ. н., проф.
Ковалю І. М.

ДОВІДКА ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ

Публічне акціонерне товариство «Банк «Кліринговий дім» підтверджує впровадження в свою науково-сервісну та практичну діяльність наступних результатів дисертаційної роботи Алексеєвської Галини Сергіївни на тему «Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн»:

- оцінка впливу нетрадиційної монетарної політики центральних банків розвинених країн на фінансові показники України і можливості застосування подібних методів в країнах з ринком, що формується;
- аналіз зміни відсоткових ставок в економіках різних груп країн;
- дослідження кореляції між різними видами інвестицій;

Начальник відділення
ОРУ АБ «Кліринговий дім»



В.В.Чегодар

Виконавець: Щанова М.Є.
Тел. (048) 740-90-70

ДОВІДКА № 26511 від 14.05.2020

**про впровадження результатів наукової роботи
Алексеєвської Галини Сергіївни
на тему «Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на економічний
розвиток країн»
у діяльність АТ «Альфа-Банк»**

У практичну діяльність АТ «Альфа-Банк» були впроваджені такі результати дисертаційної роботи Алексеєвської Г.С:

- аналіз дохідності боргових інструментів, як розвинених країн, так і країн з ринком, що формується;
- дослідження впливу нетрадиційної монетарної політики Європейського центрального банку на потоки капіталу в країнах Центральної і Східної Європи;
- характеристика впливу нетрадиційних методів монетарної політики центральних банків розвинених країн на українську економіку.

Керівник роздрібного бізнесу



Манойлова В.Е.

“ЗАТВЕРДЖУЮ”

Проректор з наукової роботи
д.б.н., проф.



Іваниця В.О.
“ 20 ” 05 2020 р.

“ЗАТВЕРДЖУЮ”

Проректор з науково-педагогічної
роботи д.іст.н., проф.



Хмарський В.М.
“ 20 ” 05 2020 р.

АКТ 4/05

впровадження результатів

дисертаційної роботи Алексеєвської Галини Сергіївни

на тему: «Вплив нетрадиційних методів монетарної політики

на економічний розвиток країн» поданої на здобуття ступеня доктора філософії
за спеціальністю 292» Міжнародні економічні відносини»

Дисертаційна робота виконана відповідно до плану наукових досліджень кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин в процесі виконання теми: «Аналіз розвитку національних фінансових систем в умовах глобальної нестабільності», Наказ ОНУ № 593-18 від 17.03.2016, Шифр 149 (номер державної реєстрації 0116U006387) в рамках якої автором досліджено вплив нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток як розвинених країн, так і країн з ринком, що формується, зокрема країн Центральної і Східної Європи.

Результати наукового дослідження впроваджено в навчальний процес при проведенні лекційних та семінарських занять з дисциплін: «Міжнародні фінанси», «Управління міжнародними портфельними інвестиціями» та «Теорія і практика валютного курсу».

Заст. декана
з наукової роботи ФМВПС
д. політ.н., доц.

Коч С.В.
“ 20 ” 05 2020 р.



Глебов В.В.
“ 20 ” 05 2020 р.

Науковий керівник
д.е.н., проф.

Якубовський С.О.
“ 20 ” 05 2020 р.

Завідувач кафедри
світового господарства і міжнародних
економічних відносин
д.е.н., проф.

Якубовський С.О.
“ 20 ” 05 2020 р.

**СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗДОБУВАЧА
ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

***Статті у періодичних наукових виданнях інших держав, які входять
до Європейського Союзу***

1. Alekseievska H., Yakubovskiy S., Tsevukh J. Impact of the European Central Bank Monetary Policy on the Financial Indicators of the Eastern European Countries. *Journal Global Policy and Governance*. 2020. Vol.9, No.1 DOI: <https://doi.org/10.14666/2194-7759-9-1-003> (Scopus) *Особистий внесок здобувача полягає у дослідженні впливу нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ на дохідність державних облігацій та потоки капіталу в країни Східної Європи.*

2. Alekseievska H., Mumladze A. Quantitative Easing as the Main Instrument of Unconventional Monetary Policy. *Three Seas Economic Journal*. 2020. Vol.1, No.1. P. 39–45 DOI: <https://doi.org/10.30525/2661-5150/2020-1-7> *Особистий внесок здобувача полягає у дослідженні сутності та світового досвіду застосування політики кількісного пом'якшення.*

3. Alekseievska H. Impact of the European Central Bank Monetary Policy on the Financial Indicators of the Bulgaria, Croatia, Romania and Ukraine. *Acta Universitatis Danubius*. 2020. Vol 16, No 2. P.270–274

***Статті у наукових виданнях,
включених до переліку наукових фахових видань України***

4. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові ринки: теоретичний аспект. *Вісник Одеського національного університету*. 2017. Т. 22, Вип. 12. С. 24–27. *Особистий внесок здобувача полягає в аналізі наукових підходів щодо впливу нетрадиційних методів монетарної політики.*

Продовження додатка Б

5. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Нетрадиційні методи монетарної політики: теоретичні аспекти та практика застосування в ЄС та США. *Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління*. 2017. Т. 16, Вип. 3. С. 32–40. *Особистий внесок здобувача полягає у дослідженні теоретичних підходів аналізу застосування нетрадиційних методів монетарної політики Європейським центральним банком та Федеральною резервною системою.*

6. Alekseievskia H., Derkach T. The Influence of Developed Countries Central Banks' Unconventional Monetary Policy on the Economy of Ukraine. *Actual problems of international relations*. 2020. Release 142. pp. 99–108 *Особистий внесок здобувача полягає у дослідженні впливу оголошень центральних банків передових країн світу про застосування нетрадиційних методів монетарної політики на фінансові показники України.*

7. Алексеєвська Г. С. Вплив нетрадиційної монетарної політики ФРС на економічний розвиток США. *Інфраструктура ринку*. 2020. Вип. 44. С. 3–9

Статті у періодичних наукових виданнях інших держав

8. Alekseievskia H., Kyfak A., Rodionova T., Yakubovskiy S. Modeling Outcomes of Unconventional Monetary Policy. *International Journal of Recent Technology and Engineering (IJRTE)*. 2019. Vol. 8, Is. 4. P. 10263–10268. DOI:10.35940/ijrte.D4503.118419 *Особистий внесок здобувача полягає у дослідженні етапів застосування нетрадиційної монетарної політики Європейського банку та її впливу на інфляційні тенденції в зоні євро.*

Публікації за матеріалами конференцій

9. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Ступінь вивченості питання про вплив монетарної політики і її інструментів на економічний розвиток країн. *Проблеми підвищення ефективності економіки та управління в сучасних умовах: матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф. Одеса, 2016. С. 159–161.*

Особистий внесок здобувача полягає у визначенні сутності монетарної політики та характеристики її основних інструментів.

10. Алексеєвська Г.С. Поняття «Монетарная политика» в мировой экономической литературе. *Сучасні наукові погляди на модернізацію і суспільний розвиток Економічної системи*: матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф. Київ: Нова Економіка, 2017. С. 6–8

11. Алексеєвська Г.С. Класифікація інструментів монетарної політики. *Економічний потенціал сталого розвитку країни; сучасний стан, тенденції та проблеми відтворення*: матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф. Львів: Львівська економічна фундація, 2017. С.15–17

12. Алексеєвська Г.С. Теоретичні аспекти застосування нетрадиційних методів монетарної політики в Японії. *Добробут нації в умовах глобальної нестабільності* матеріали VII Міжнарод. наук.-практ. конф, Одеса. 2018. С. 23–25

13. Алексеєвська Г. С., Якубовський С. О. Вплив монетарної політики на соціально-економічний розвиток приморських регіонів. *Приморські регіони: проблеми та траєкторії соціально-економічного розвитку*: матеріали V Міжнарод. наук.-практ. конф.Одеса. 2018. С. 21–23. *Особистий внесок здобувача полягає у дослідженні монетарної політики країн приморського регіону, зокрема рівня їх відсоткових ставок та державного боргу.*

14. Alekseevska H. Influence Of Unconventional Monetary Polisy on The 10year Government Bond Yields of Japan. *Imperatives of development of civil society in promoting national competitiveness*. 1st International Scientific and Practical Conference. Batumi, Georgia, Volume I. 2018. P. 60–63

15. Алексеєвська Г. С. Дослідження монетарної політики Європейського Центрального Банку. *Ddigital and innovative economy processes, strategies, technologies*: матеріали Міжнарод. наук. конф. Кельце, Польща, 2019. С. 22–24

16. Алексеєвська Г. С. Наслідки нетрадиційної монетарної політики федеральної резервної системи. *Добробут націй в умовах європейської інтеграції*: матеріали X Міжнарод. наук.-практ. конф. Одеса. 2020. С. 24–28

17. Алексеєвська Г. С. Вплив нетрадиційної монетарної політики на економічний розвиток Японії. *Забезпечення економічної безпеки за умов фінансової нестабільності*: матеріали Міжнарод. наук.-практ. конф.. Київ: Нова Економіка, 2020. С. 11–15

ВІДОМОСТІ ПРО АПРОБАЦІЮ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЇ:

1. «Проблеми підвищення ефективності економіки та управління в сучасних умовах» (м. Одеса, Україна, 2016 р), виступ з доповіддю.

2. «Сучасні наукові погляди на модернізацію і суспільний розвиток економічної системи» (м. Київ, Україна, 2017 р.), дистанційна участь.

3. «Економічний потенціал сталого розвитку країни; сучасний стан, тенденції та проблеми відтворення» (м. Львів, Україна, 2017 р.), дистанційна участь.

4. «Добробут нації в умовах глобальної нестабільності» (Одеса, Україна, 2018 р.), виступ з доповіддю.

5. «Приморські регіони: проблеми та траєкторії соціально-економічного розвитку» (м. Одеса, Україна, 2018 р.), виступ з доповіддю.

6. «Imperatives of development of civil society in promoting national competitiveness» (м. Батумі, Грузія, 2018 р.), дистанційна участь.

7. «International scientific conference digital and innovative economy processes, strategies, technologies» (м. Кельце, Польща, 2019 р.), дистанційна участь.

8. «Добробут націй в умовах європейської інтеграції» (м. Одеса, Україна, 2020 р.), дистанційна участь.

9. «Забезпечення економічної безпеки за умов фінансової нестабільності» (м. Київ, Україна, 2020 р.), дистанційна участь.

Оголошення центрального банку Японії про застосування нетрадиційних методів монетарної політики

Дата	Вид UMP	Дата	Вид UMP
19 березня 2001	QE	18 липня 2014	QQ
14 серпня 2001	QE	07 жовтня 2014	QQ
18 вересня 2001	QE	31 жовтня 2014	QQ
19 грудня 2001	QE	19 листопада 2014	QQ
30 жовтня 2002	QE	30 грудня 2014	QQ
25 березня 2003	QE	21 січня 2015	QQ
30 квітня 2003	QE	17 березня 2015	QQ
20 травня 2003	QE	07 серпня 2015	QQ
10 жовтня 2003	QE	08 грудня 2015	QQ
20 січня 2004	QE	18 грудня 2015	QQ
09 березня 2006	QE	29 січня 2016	NIR1
05 жовтня 2010	СМЕ	15 березня 2016	QQ+NIR
28 жовтня 2010	СМЕ	29 липня 2016	QQ+NIR
05 листопада 2010	СМЕ	21 вересня 2016	QQYC / NIR2
14 березня 2011	СМЕ	01 листопада 2016	QQYC
04 серпня 2011	СМЕ	31 січня 2017	QQYC
06 лютого 2012	СМЕ	28 лютого 2017	QQYC
24 травня 2012	СМЕ	12 грудня 2017	QQYC
27 серпня 2012	СМЕ	28 лютого 2018	QQYC
30 жовтня 2012	СМЕ	27 квітня 2018	QQYC
22 січня 2013	СМЕ	05 липня 2018	QQYC
04 квітня 2013	QQ	31 липня 2018	QQYC
12 квітня 2013	QQ	29 травня 2019	NIR2
18 квітня 2013	QQ	15 липня 2019	QQYC / NIR2
17 травня 2013	QQ	31 січня 2020	QQYC
22 травня 2013	QQ		
13 червня 2013	QQ		
25 червня 2013	QQ		

Примітка: QE - Кількісне пом'якшення; СМЕ- комплексне монетарне пом'якшення; QQ - кількісне і якісне пом'якшення; NIR – політика негативних відсоткових ставок; QQYC – кількісне і якісне пом'якшення з контролем кривої прибутковості.

Джерело: побудовано автором на основі [57; 78; 133; 183; 195]

**Оголошення центрального Федеральної резервної системи про
застосування нетрадиційних методів монетарної політики**

Дата	Вид UMP	Дата	Вид UMP
25 листопада 2008	LSAP1	20 березня 2013	LSAP3
01 грудня 2008	LSAP1	01 травня 2013	LSAP3
16 грудня 2008	LSAP1 / FG	22 травня 2013	LSAP3
28 січня 2009	LSAP1	19 червня 2013	LSAP3
18 березня 2009	LSAP1 / FG	18 грудня 2013	LSAP3
12 серпня 2009	LSAP1	29 січня 2014	LSAP3
23 вересня 2009	LSAP1	19 березня 2014	LSAP3
5 жовтня 2009	LSAP1	30 квітня 2014	LSAP3
16 грудня 2009	LSAP1	16 червня 2014	LSAP3
10 серпня 2010	LSAP2	30 липня 2014	LSAP3
27 серпня 2010	LSAP2	17 вересня 2014	LSAP3
21 вересня 2010	LSAP2	29 жовтня 2014	LSAP3
12 жовтня 2010	LSAP2	18 березня 2015	FG
15 жовтня 2010	LSAP2	16 грудня 2015	FG
03 листопада 2010	LSAP2	14 березня 2017	FG
22 червня 2011	LSAP2	02 травня 2017	FG
09 серпня 2011	MEP / FG	13 червня 2017	FG
26 серпня 2011	MEP	02 жовтня 2017	FG
21 вересня 2011	MEP	12 грудня 2018	FG
25 січня 2012	FG	30 січня 2019	FG
20 червня 2012	MEP	11 жовтня 2019	FG / LSAP3
20 серпня 2012	LSAP3		
22 серпня 2012	LSAP3		
31 серпня 2012	LSAP3		
13 вересня 2012	LSAP3		
12 грудня 2012	LSAP3 / FG		

Примітка: FG – попереднє керівництво; LSAP – великомасштабні покупки активів;
MEP – операція «Твіст»

Джерело: побудовано автором на основі [65; 66; 155; 159; 191]

Оголошення центрального Європейського центрального банку про застосування нетрадиційних методів монетарної політики

Дата	Вид UMP	Дата	Вид UMP
1	2	1	2
28 березня 2008	LTRO	2 серпня 2012	OMT
16 січня 2009	FOR	27 серпня 2012	OMT
03 лютого 2009	FOR	06 вересня 2012	OMT / SMP/ COLL
05 березня 2009	FRFA, LTRO	12 вересня 2012	FOR
19 березня 2009	FOR	31 жовтня 2012	CBPP2
06 квітня 2009	FOR	06 грудня 2012	FRFA / LTRO
07 травня 2009	CBPP1 / LTRO	12 грудня 2012	FOR
04 червня 2009	CBPP1	22 березня 2013	COLL
10 червня 2009	FOR	02 травня 2013	COLL / LTRO / FRFA
25 червня 2009	FOR	28 червня 2013	COLL
24 вересня 2009	FOR	04 липня 2013	COLL
20 листопада 2009	COLL	16 вересня 2013	FOR
03 грудня 2009	LTRO/ FRFA	10 жовтня 2013	FOR
15 грудня 2009	LTRO	31 жовтня 2013	FOR
27 січня 2010	FOR	05 червня 2014	TLTRO / OMT FRFA / COLL
04 березня 2010	LTRO/ FRFA	17 Червня 2014	FOR
15 березня 2010	FOR	03 липня 2014	TLTRO
08 квітня 2010	COLL	05 липня 2014	LTRO / COLL
03 травня 2011	COLL	29 липня 2014	TLTRO
10 травня 2010	SMP/ LTRO FRFA/ FOR	04 вересня 2014	ABSPP /CBPP3
10 червня 2010	LTRO	18 вересня 2014	TLTRO
02 вересня 2010	FRFA / LTRO	02 жовтня 2014	CBPP3 /ABSPP
02 грудня 2010	FRFA / LTRO	17 листопада 2014	PSPP
17 грудня 2010	FOR	26 листопада 2014	PSPP
21 грудня 2010	FOR	04 грудня 2014	PSPP
03 березня 2011	FRFA, LTRO	22 січня 2015	ABSPP / CBPP3 TLTRO / PSPP
29 червня 2011	FOR	09 березня 2015	PSPP
30 червня 11	CBPP1	23 вересня 2015	ABSPP
07 липня 2011	COLL	09 листопада 2015	PSPP
04 серпня 2011	FRFA, LTRO	03 грудня 2015	ABSPP
08 серпня 2011	SMP	10 березня 2016	TLTRO / CSPP ABSPP
25 серпня 2011	FOR	21 квітня 2016	CSPP
15 вересня 2011	FOR	02 травня 2016	CSPP
06 жовтня 2011	CBPP2 / FRFA LTRO	27 вересня 2016	FOR
03 листопада 2011	CBPP2	05 жовтня 2016	COLL

Продовження додатка В

Продовження табл. В.3

1	2	1	2
30 листопада 2011	FOR	08 грудня 2016	PSPP
08 грудня 2011	LTRO / COLL	15 грудня 2016	ABSPP
16 грудня 2011	LTRO	19 січня 2017	PSPP / CBPP3 ABSPP / CSPP
09 лютого 2012	COLL	26 жовтня 2017	CSPP / ABSPP PSPP / CBPP3
28 лютого 2012	LTRO COLL	14 грудня 2017	COLL
08 березня 2012	COLL	13 грудня 2018	PSPP / CBPP3 ABSPP / CSPP
06 червня 2012	FRFA, LTRO	7 березня 2019	TLTRO
22 червня 2012	COLL	12 вересня 2019	PSPP / CBPP3 ABSPP
20 липня 2012	COLL	01 жовтня 2019	PSPP / CBPP3 ABSPP
26 липня 2012	OMT		

Примітка: FRFA - Заходи забезпечення ліквідності (Liquidity providing measures include the fixed-rate full-allotment procedure); COLL- розширення активів застави (extension of eligible collateral assets); LTRO- операції довгострокового рефінансування (long-term refinancing operations); TLTRO – цільові операції з довгострокового рефінансування (Targeted long-term refinancing operations); FOR – забезпечення ліквідності в іноземній валюті (foreign currency liquidity provision); APP – Програма розширеного придбання активів (Asset Purchase Programme); CBPP1, CBPP2, CBPP3 – покупки покритих облігацій (covered bond purchases); SMP – програма покупки облігацій (Securities Markets Programme); PSPP – програми придбання суверенних облігацій (long-term sovereign bond purchase programs); OMT – програма купівлі короткострокових суверенних облігацій (the short-term sovereign bond purchase program) ABSPP– придбання цінних паперів, що підтримуються активами (asset-backed securities purchases); CSPP – закупівлі корпоративного сектору (corporate sector purchases)

Джерело: побудовано автором на основі : [67; 75; 101; 191]

Продовження додатка В

Таблиця В.4

**Зведені статистичні дані моделей 1.32–1.37 відносно першого раунду
політики кількісного пом'якшення в Японії**

Змінні	Mean	Median	S.D.	Min	Max
JY10	1,420	1,420	0,3070	0,5300	1,960
NIKKEI225	12642	11537	3031	7896	19845
TOPIX	1239	1177	275,8	788,0	1761
CPI	-0,03907	-0,007916	0,2488	-0,6829	0,4091
JPY/USD	115,0	115,8	7,253	103,3	133,6
AssetsCB	1,255e+006	1,272e+006	1,896e+005	7,973e+005	1,556e+006
Monetary Base	9,113e+005	9,223e+005	1,775e+005	6,183e+005	1,141e+006
CBrate	0,08333	0,0000	0,1186	0,0000	0,2500

Джерело: розраховано автором

Таблиця В.5

**Зведені статистичні дані моделей 1.32 –1.37 відносно нетрадиційної
монетарної політики банку Японії з січня 2010 до лютого 2020 рр.**

Змінні	Mean	Median	S.D.	Min	Max
JY10	0.45	0.40	0.46	-0.28	1.36
NIKKEI225	15921	16445	5005	8506	24374
TOPIX	1283	1328	351,0	719,5	1837
CPI	0,014	-0,00	0,27	-0,50	1,95
JPYUSD	101,3	105,7	14,00	76,64	123,7
JCDS5Y	52,07	44,67	30,21	16,52	142,7
JCDS5YY	32,52	28,19	19,38	9,360	81,36
JCDS10Y	83,00	80,64	36,83	29,27	177,8
JCDS10YY	50,47	52,84	21,64	16,92	98,76
AssetsCB	3,304e+006	3,158e+006	1,709e+006	1,132e+006	5,849e+006
Monetary Base	2,930e+006	2,753e+006	1, 587e+006	9,569e+005	5,176e+006
CBrate	0,01967	0,1000	0,09845	-0,1000	0,1000

Джерело: розраховано автором

Продовження додатка В

Таблиця В.6

Зведені статистичні дані моделей 1.32–1.37 щодо нетрадиційної монетарної політики ФРС у період з січня 2008 до лютого 2020 рр.

Змінні	Mean	Median	S.D.	Min	Max
USY10	2,569	2,485	0,6685	1,500	4,100
DOWJONES	16539	16303	5669	7063	28538
SP500	1839	1850	654,4	735,1	3276
CPI	233,8	234,0	13,35	210,2	258,0
USDEUR	1,262	1,281	0,1338	1,055	1,576
USCDS5Y	20,34	17,10	13,05	0,0000	87,00
USCDS10Y	28,49	27,18	13,56	0,0000	89,00
AssetsCB	3,409e+006	3,847e+006	1,081e+006	8,877e+005	4,509e+006
Monetary Base	2,964e+006	3,310e+006	9,491e+005	7,918e+005	4,093e+006
CBrate	0,69	0,18	0,85	0,07	3,94

Джерело: розраховано автором

Таблиця В.7

Зведені статистичні дані моделей 1.38 і 1.39 відносно політики купівлі активів ЄЦБ у період з жовтня 2014 до лютого 2020 рр.

Змінні	Mean	Median	S.D.	Min	Max
MSCI EUROPE	1622	1632	122,1	1348	1914
STOXX EUROPE50	3096	3087	195,9	2700	3534
HICP	102,0	101,8	2,060	98,24	105,4
USDEUR	1,134	1,123	0,048	1,055	1,268
GCDS5YE	7,788	6,800	2,768	5,000	14,87
GCDS5Y	12,30	12,07	4,307	6,140	21,54
GCDS10YE	17,47	17,04	5,932	9,610	28,56
GCDS10Y	27,37	30,91	8,989	14,22	41,52
GY10	0,216	0,280	0,337	-0,650	0,790
FRY1	0,612	0,700	0,362	-0,340	1,260
GRY10	6,115	5,760	2,890	1,260	12,00
ITY10	1,968	1,940	0,5816	0,9000	3,470
ABSPP	436,2	368,0	662,9	-855,0	2260
CBPP3	4521	3437	3897	-682,0	14777
CSPP	2980	1799	3416	-5553	9872
PSPP	34223	42839	25978	-1222	79673

Джерело: розраховано автором

**Зведені статистичні дані моделей 1.32– 1.37 щодо нетрадиційної
монетарної політики ЄЦБ з січня 2009 до лютого 2020 рр.**

Змінні	Mean	Median	S.D	Min	Max
MSCI EUROPE	1522	1539	201,6	873,9	1914
STOXX EUROPE50	2810	2854	370,2	1770	3534
HICP	99,00	99,79	3,993	90,73	105,4
USDEUR	1,244	1,251	0,1198	1,055	1,491
GCDS5YE	19,30	12,68	16,43	5,000	84,00
GCDS5Y	29,29	20,77	23,95	6,140	108,3
GCDS10YE	29,37	26,53	16,40	9,610	89,84
GCDS10Y	46,23	38,28	27,13	14,22	131,6
GY10	1,236	1,030	1,168	-0,6500	3,470
FRY1	1,749	1,485	1,238	-0,3400	3,900
GRY10	9,012	7,820	5,806	1,260	29,24
ITY10	3,276	3,140	1,488	0,9000	7,060
AssetsCB	3,403e+006	3,012e+006	1,140e+006	2,034e+006	5,381e+006
Monetary Base	2,016e+006	1,731e+006	8,125e+005	1,040e+006	3,357e+006
CBrate	0,4638	0,1500	0,5359	0,0000	2,300

Джерело: розраховано автором

Зведені статистичні дані моделей 1.40 –1.48

Країна	Статистичні дані					
1	2					
Польща (2004Q1 2019Q4)		Mean	Median	S.D.	Min	Max
	LDIE	1,386e+005	1,494e+005	39380	45592	1,887e+005
	LDID	66780	78072	26909	19372	1,041e+005
	LPIE	31119	32837	12658	7112	52681
	LPID	95049	1,092e+005	31852	30980	1,389e+005
	Y10P	4,710	5,167	1,371	2,244	7,253
	Y10E	2,922	3,405	1,338	0,2900	4,680
	IR	3,625	3,750	1,591	1,750	7,000
ТАЕСВ	2,691e+006	2,504e+006	1,292e+006	9,580e+005	5,267e+006	
Угорщина (2002Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min	Max
	LDIE	1,705e+005	1,999e+005	76949	23389	2,691e+005
	LDID	55181	66490	28431	5392	88503
	LPIE	14027	12586	5767	4794	31649
	LPID	41190	42487	12141	13133	62645
	Y10H	6,147	6,807	2,081	2,290	10,35
	Y10E	3,131	3,657	1,346	0,6567	5,255
	IR	5,543	6,000	3,394	0,9000	12,50
ТАЕСВ	2,486e+006	2,248e+006	1,344e+006	8,579e+005	5,267e+006	
Чеська Республіка (2004Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min	Max
	LDIE	1,060e+005	1,144e+005	29783	39493	1,504e+005
	LDID	28344	32135	10761	6551	41985
	LPIE	9224	8911	2348	5606	16029
	LPID	31342	32988	17733	3386	66686
	Y10C	2,894	3,368	1,528	0,3033	5,253
	Y10E	2,949	3,429	1,315	0,6567	4,605
	IR	0,6400	0,2500	0,7608	0,05000	2,750
ТАЕСВ	2,691e+006	2,504e+006	1,292e+006	9,580e+005	5,267e+006	
Італія ,Греція (2002Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min	Max
	Y10E	3,131	3,657	1,346	0,6567	5,255
	ТАЕСВ	2,486e+006	2,248e+006	1,344e+006	8,579e+005	5,267e+006
	Y10I	3,776	4,165	1,240	1,223	6,614
Y10G	7,431	5,217	5,012	3,153	25,40	
Болгарія (2002Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min	Max
	Y10B	4,262	4,369	2,005	0,3980	7,852
	Y10E	3,050	3,601	1,412	0,1600	5,255
	IR	2,763	3,595	2,260	-0,4400	7,770
ТАЕСВ	2,565e+006	2,299e+006	1,405e+006	8,579e+005	5,323e+006	

Продовження табл. В.9

1	2					
Болгарія (2007Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min	Max
	LDIE	31342	31651	5386	15056	40113
	LDID	16412	16504	2680	8949	20878
	LPIE	503,4	506,7	237,6	191,0	1067
	LPID	3534	2692	1876	1207	6765
	ТАЕСВ	3,148e+006	2,777e+006	1,220e+006	1,364e+006	5,323e+006
Хорватія (2006Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min	Max
	Y10	4,585	4,635	1,858	0,5300	8,560
	Y10E	2,731	3,132	1,420	0,1600	4,605
	IR	5,786	7,000	2,590	2,500	9,000
	ТАЕСВ	3,015e+006	2,682e+006	1,270e+006	1,241e+006	5,323e+006
	Хорватія (2002Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min
LDIE		19551	21624	7941	3753	37456
LDID		5607	6773	2811	660,7	9161
LPIE		793,6	746,7	406,0	206,0	2188
LPID		9045	8603	2970	3572	14061
ТАЕСВ		2,565e+006	2,299e+006	1,405e+006	8,579e+005	5,323e+006
Румунія (2007Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min	Max
	Y10	5,983	5,345	2,356	0,8100	11,50
	Y10E	2,644	2,881	1,437	0,1600	4,605
	IR	5,112	4,200	3,961	0,7600	18, 31
	ТАЕСВ	3,148e+006	2,777e+006	1,220e+006	1,364e+006	5,323e+006
	Румунія (2002Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min
LDIE		42738	49233	18949	5764	67790
LDID		19543	22114	11495	1210	37414
LPIE		2273	2094	1192	501,0	5301
LPID		12561	7192	9993	1637	37593
ТАЕСВ		2,565e+006	2,299e+006	1,405e+006	8,579e+005	5,323e+006
Україна (2008Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min	Max
	Y5	11,81	13,95	3,674	6,500	15,84
	Y10E	2,503	2,620	1,406	0,1600	4,605
	IR	12,88	12,00	5,663	6,500	30,00
	ТАЕСВ	3,286e+006	2,963e+006	1,166e+006	1,621e+006	5,323e+006
	Україна (2002Q1 2019Q4)		Mean	Median	S,D,	Min
LDIE		32801	35882	15910	4918	56019
LDID		5852	6002	3988	0,0000	11553
LPIE		3029	2876	1815	396,0	5940
LPID		17352	17610	9139	2106	31986
ТАЕСВ		2,565e+006	2,299e+006	1,405e+006	8,579e+005	5,323e+006

Джерело: розраховано автором

Продовження додатка В

Таблиця В.10

Зведені статистичні дані моделі 1.50

Variable	Mean	Median	S,D,	Min	Max
EUR_UAH	18,5	12,3	9,11	6,66	37,8
USDUAH	15,5	8,62	8,75	4,51	33,8
JPYUAH	14,7	10,4	7,17	4,18	26,9
MSCI	280,	205,	180,	110,	1,08e+003
INTERBANK3M	15,8	16,5	5,45	3,59	32,2
YZEROYIELD	17,5	16,7	4,06	-17,9	47,6
CDS3YEUR	231,	234,	17,3	204,	270,
CDS5YEUR	283,	288,	18,0	255,	325,
CDS10YEUR	350,	355,	18,6	320,	393,
CDS3YUSD	2249	701,	4136	1,00	16424
CDS5YUSD	2108	699,	3811	1,00	15029
CDS10YUSD	1974	706,	3506	1,00	13403
CDS3YJPY	722,	523,	646,	488,	5654
CDS5YJPY	714,	530,	613,	490,	5501
CDS10YJPY	692,	530,	565,	480,	5300
IRNBU	12,9	12,0	5,60	6,50	30,0
VSTOXX	23,1	21,2	9,30	10,7	87,5
SP500 VOLATILITY	5466	5299	1844	2376	9845
NIKKEI VOLATILITYI	24,7	22,6	9,96	12,2	92,0

Джерело: розраховано автором

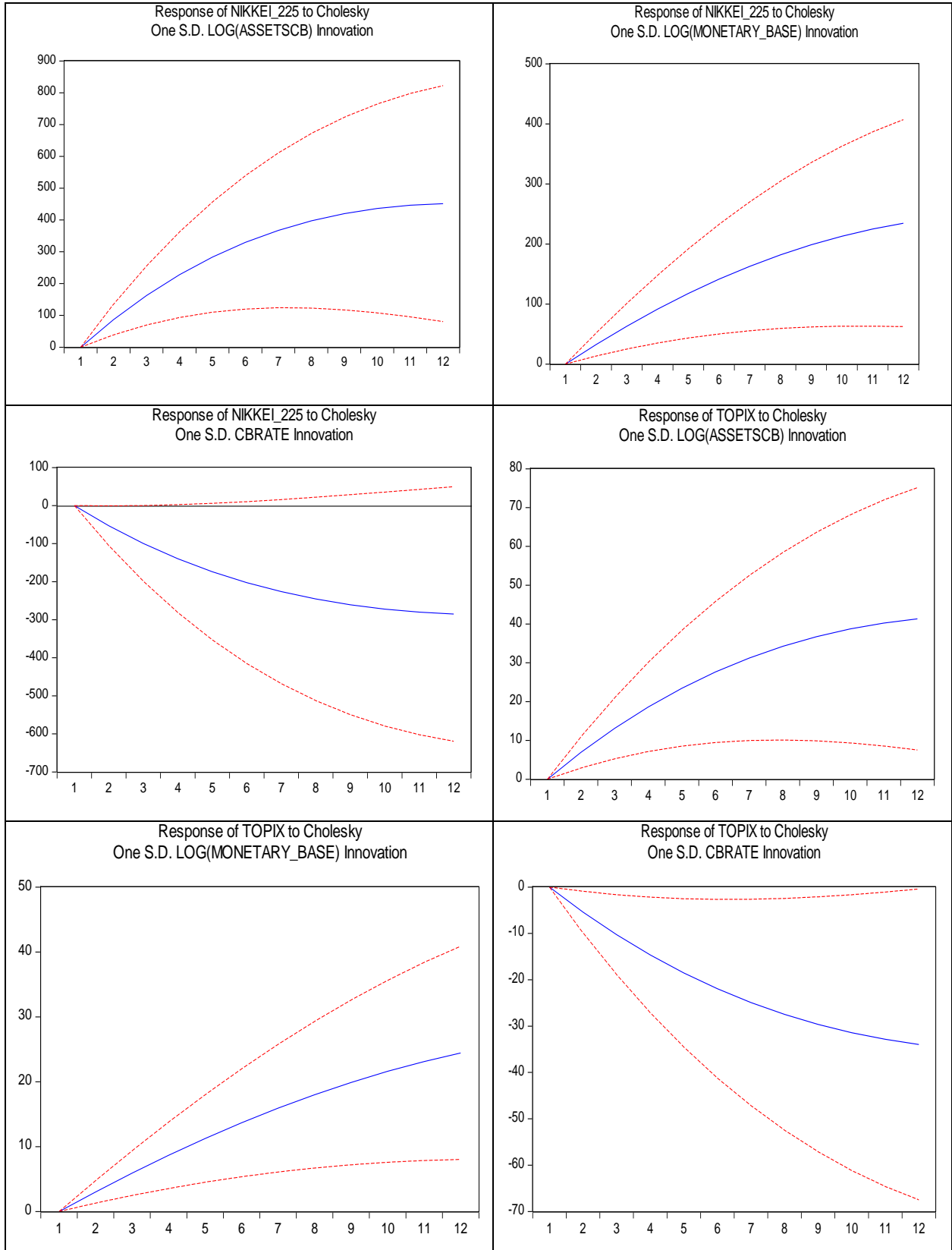
**Результати тесту Гренджера моделей 1.32–1.37 відносно політики
кількісного пом'якшення (2000–2006 рр.)**

Індикатори	Лагові значення							
	JY10	NIKKEI 225	TOPIX	CPI	JPY/USD	Assets CB	Monetary Base	CBrate
JY10						0,16 (0,68)	2,63 (0,62)	0,05 (0,81)
NIKKEI 225						14,10 (0,00) ^a	12,33 (0,00) ^a	4,22 (0,03) ^b
TOPIX						12,62 (0,00) ^a	13,06 (0,00) ^a	6,03 (0,01) ^a
CPI						10,43 (0,06) ^c	15,19 (0,00) ^a	4,38 (0,11)
JPY/USD						1,07 (0,30)	6,73 (0,15)	3,39 (0,06) ^c
AssetsCB	1,27 (0,25)	6,78 (0,01) ^a	5,27 (0,02) ^b	34,68 (0,00) ^a	0,02 (0,88)			
Monetary Base	3,90 (0,41)	24,76 (0,00) ^a	18,98 (0,00) ^a	8,52 (0,07) ^c	4,18 (0,38)			
CBrate	4,26 (0,03) _b	5,94 (0,01) ^a	5,57 (0,02) ^b	0,09 (0,95)	0,50 (0,47)			

Примітка: Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда є Р-значеннями: а, б, с представляють рівні значущості 1%, 5% і 10% відповідно,

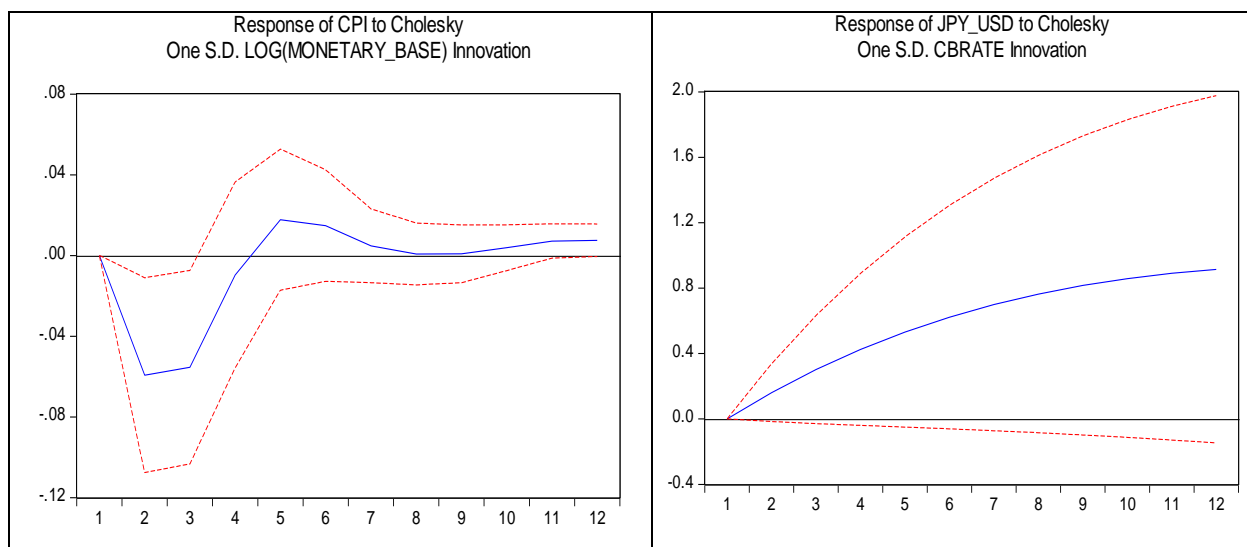
Джерело: розраховано автором

**Імпульсні реакції змінних моделей 1.32–1.37 на шоки нетрадиційної
монетарної політики банку Японії (2000–2006 рр.)**



Продовження додатка Д

Продовження табл. Д.2



Примітка: в таблицю включені найбільш значущі результати імпульсних реакцій

Джерело: розраховано автором

Продовження додатка Д

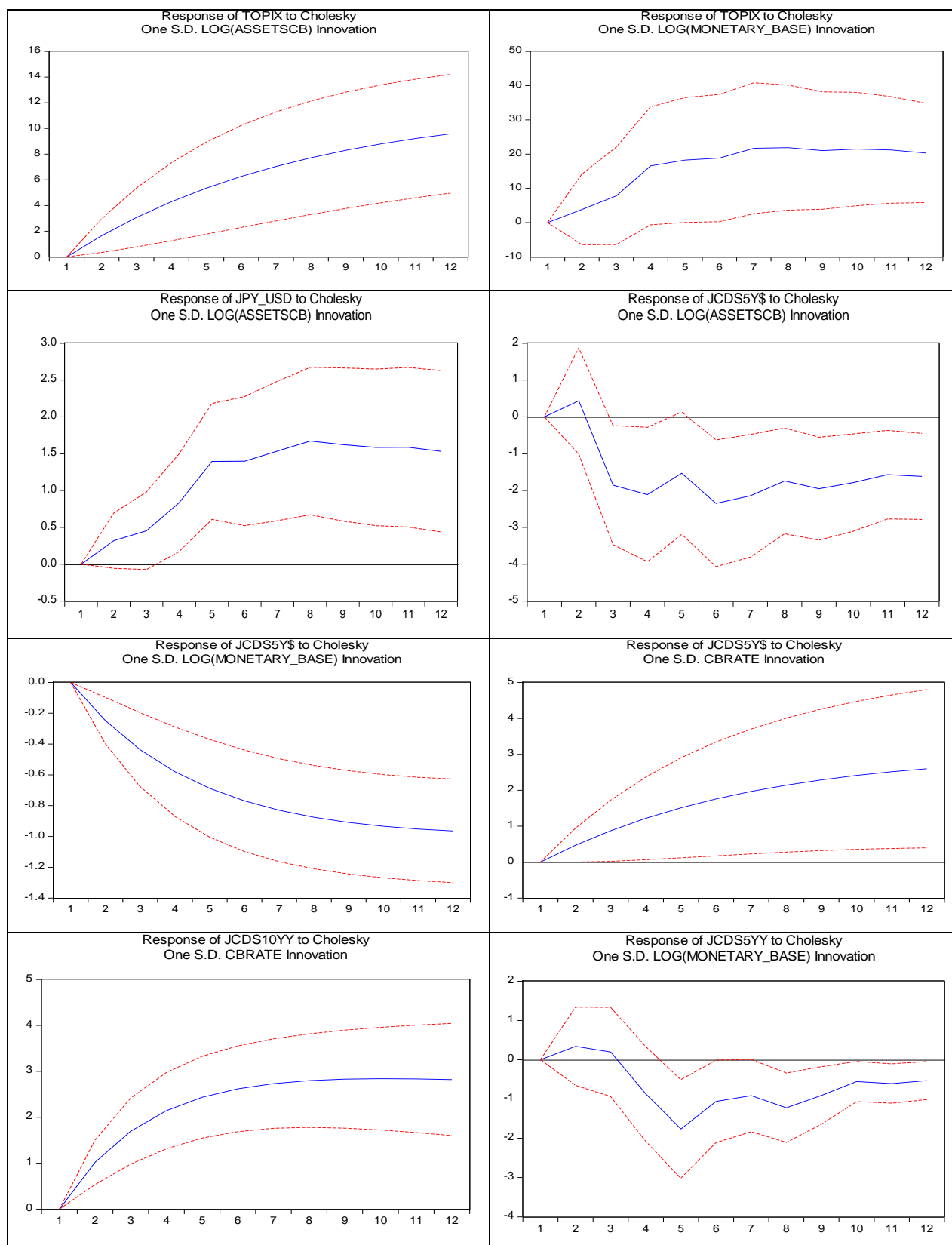
Таблиця Д.3

**Результати тесту Гренджера відповідно до моделей 1.32 –1.37
відносно нетрадиційної монетарної політики банку Японії (2010–2020 рр.)**

Індикатори	Лагові значення											
	JY10	NIKK EI 225	TOPIX	CPI	JPY/US D	JCDS5 Y\$	JCDS5 YY	JCDS 10Y\$	JCDS1 0YY	AssetsCB	Monetary Base	CBrate
JY10										11,93 (0,04) ^b	12,74 (0,01) ^a	0,19 (0,65)
NIKKEI 225										9,60 (0,08) ^c	7,92 (0,09) ^c	2,17 (0,33)
TOPIX										6,53 (0,01) ^a	10,91 (0,03) ^c	1,60 (0,20)
CPI										6,62 (0,15)	6,44 (0,16)	0,73 (0,86)
JPY/USD										20,81 (0,00) ^a	4,90 (0,29)	0,08 (0,95)
JCDS5Y\$										19,46 (0,00) ^a	11,41 (0,00) ^a	4,02 (0,04) ^b
JCDS5YY										12,94 (0,02) ^b	18,88 (0,00) ^a	5,64 (0,01) ^a
JCDS10Y\$										23,36 (0,00) ^a	16,92 (0,00) ^a	7,91 (0,01) ^a
JCDS10YY										15,15 (0,01) ^a	13,18 (0,02) ^b	19,04 (0,0) ^a
AssetsCB	12,38 (0,03) ^b	3,91 (0,56)	2,10 (0,14)	2,95 (0,56)	8,12 (0,14)	18,30 (0,01) ^a	49,15 (0,00) ^a	9,34 (0,10)	19,96 (0,01) ^a			
Monetary Base	6,49 (0,17)	4,15 (0,38)	3,90 (0,41)	10,71 (0,03) ^b	12,79 (0,01) ^a	2,08 (0,14)	15,10 (0,01) ^a	3,85 (0,42)	2,04 (0,84)			
CBrate	7,34 (0,00) ^a	12,7 (0,00) ^a	2,09 (0,14)	3,28 (0,34)	8,26 (0,02) ^b	1,23 (0,26)	1,13 (0,28)	0,94 (0,33)	0,81 (0,36)			

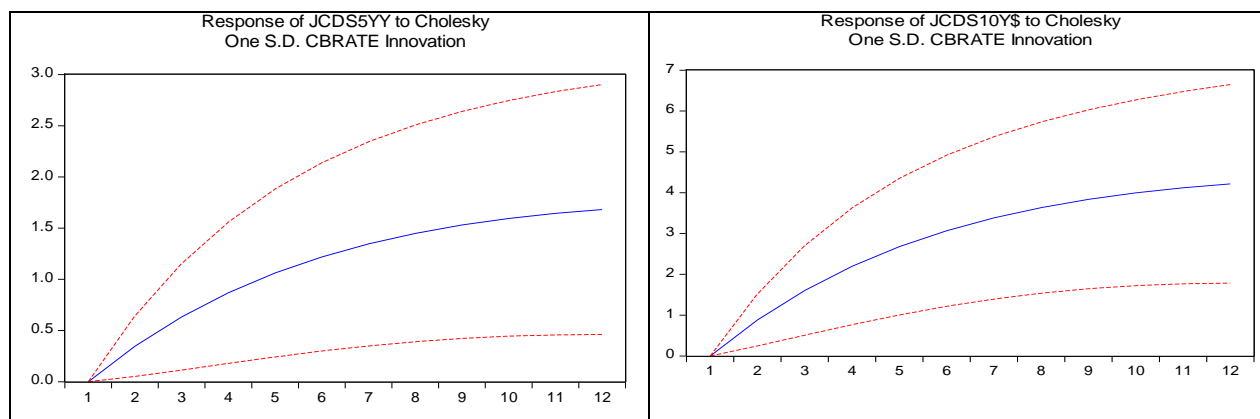
Примітка: Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда є P-значеннями: a, b, c представляють рівні значущості 1%, 5% і 10% відповідно,
Джерело: розраховано автором

**Імпульсні реакції змінних моделей 1.32–1.37 на шоки
нетрадиційної монетарної політики банку Японії (2010–2020 рр.)**



Продовження додатка Д

Продовження табл. Д.4



Примітка: в таблицю включені найбільш значущі результати імпульсних реакцій

Джерело: розраховано автором

Таблиця Д.5

Відсоткові ставки Федеральної резервної системи

Дата зміни	Процентна ставка за надлишковими резервами (ставка IOER)	Процентна ставка за обов'язковими резервами (ставка IORR)
09.10.2008	0,75	1,4
23.10.2008	1,15	1,4
29.10.2008	0,65	0,9
06.11.2008	1	1
16.12.2008	0,25	0,25
17.12.2015	0,5	0,5
15.12.2016	0,75	0,75
16.03.2017	1	1
15.06.2017	1,25	1,25
14.12.2017	1,5	1,5
22.03.2017	1,75	1,75
14.06.2017	1,95	1,95
27.09.2018	2,2	2,2
20.12.2018	2,4	2,4
02.05.2019	2,35	2,35
01.08.2019	2,1	2,1
19.09.2019	1,8	1,8
31.10.2019	1,55	1,55
30.01.2020	1,6	1,6
04.03.2020	1,1	1,1
16.03.2020	0,1	0,1

Джерело: [66]

Продовження додатка Д

Таблиця Д.6

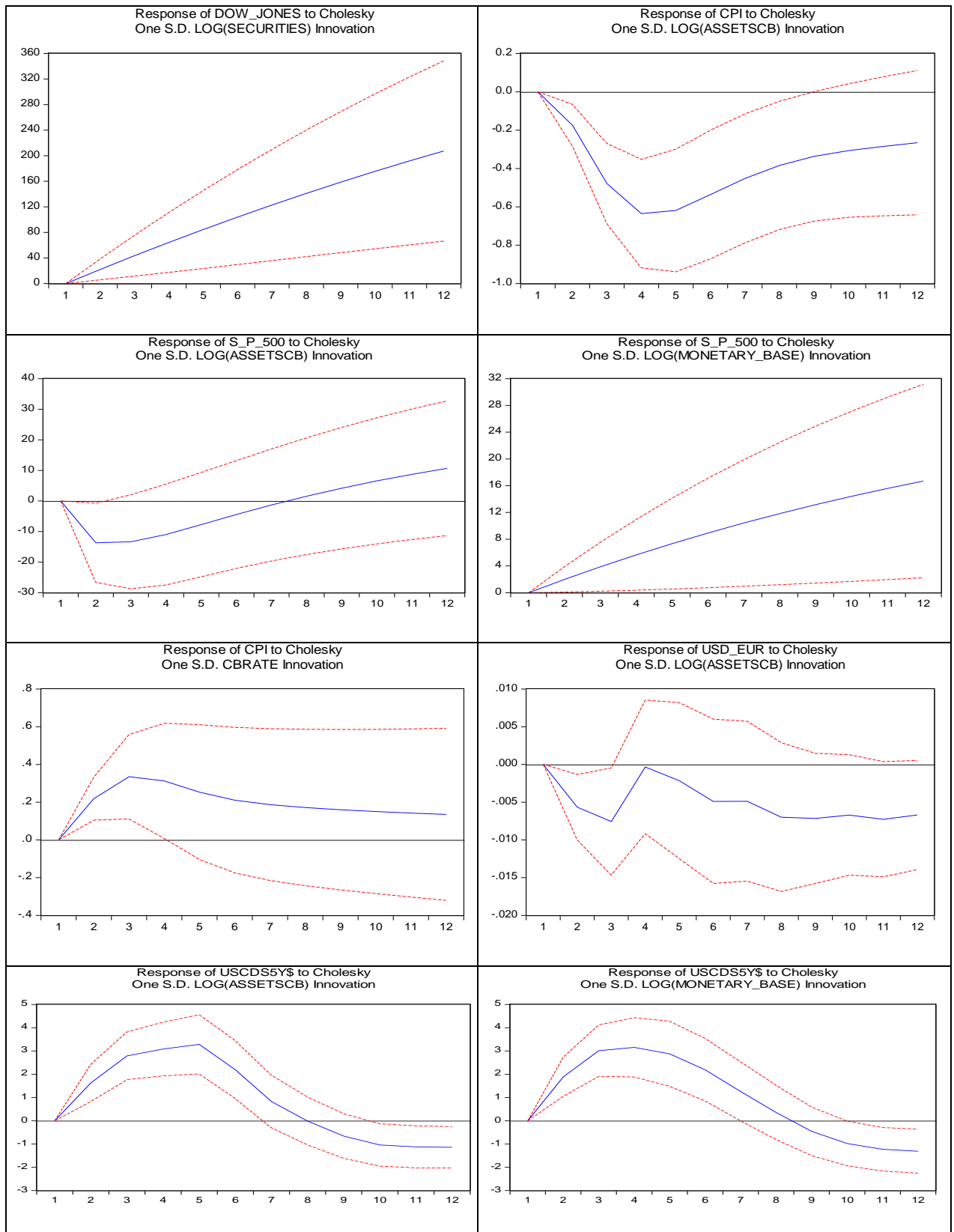
**Результати тесту Гренджера відповідно до моделей 1.32–1.37 щодо
нетрадиційної монетарної політики ФРС (2008–2020 рр.)**

Індикатори	Лагові значення									
	USY10	DOW JONES	S&P 500	CPI	USD/EUR	USC DS5Y \$	USC DS10 Y\$	Assets CB	Monetary Base	CBrate
USY10								23,86 (0,00) ^a	11,47 (0,04) ^b	11,90 (0,01) ^a
DOW JONES								18,60 (0,00) ^a	15,50 (0,01) ^a	21,21 (0,00) ^a
S&P 500								10,92 (0,00) ^a	4,45 (0,03) ^b	12,98 (0,02) ^b
CPI								28,14 (0,00) ^a	10,41 (0,06) ^c	17,20 (0,00) ^a
USD/EUR								25,81 (0,00) ^a	10,75 (0,05) ^b	16,10 (0,01) ^a
USCD S5Y\$								69,63 (0,00) ^a	59,56 (0,00) ^a	26,74 (0,00) ^a
USCD S10Y\$								56,05 (0,00) ^a	43,21 (0,00) ^a	23,89 (0,00) ^a
Assets CB	9,98 (0,12)	4,12 (0,53)	2,27 (0,32)	11,45 (0,01) ^a	22,60 (0,00) ^a	8,95 (0,12)	7,20 (0,21)			
Monetary Base	2,53 (0,77)	2,82 (0,72)	0,02 (0,87)	4,64 (0,46)	8,14 (0,14)	5,96 (0,31)	5,54 (0,35)			
CBrate	4,41 (0,35)	23,80 (0,00) ^a	17,46 (0,01) ^a	12,30 (0,01) ^a	19,66 (0,00) ^a	0,84 (0,97)	2,15 (0,82)			

Примітка: Числа в дужках поруч зі статистикою Вальда є Р-значеннями: а, b, с представляють рівні значущості 1%, 5% і 10% відповідно,

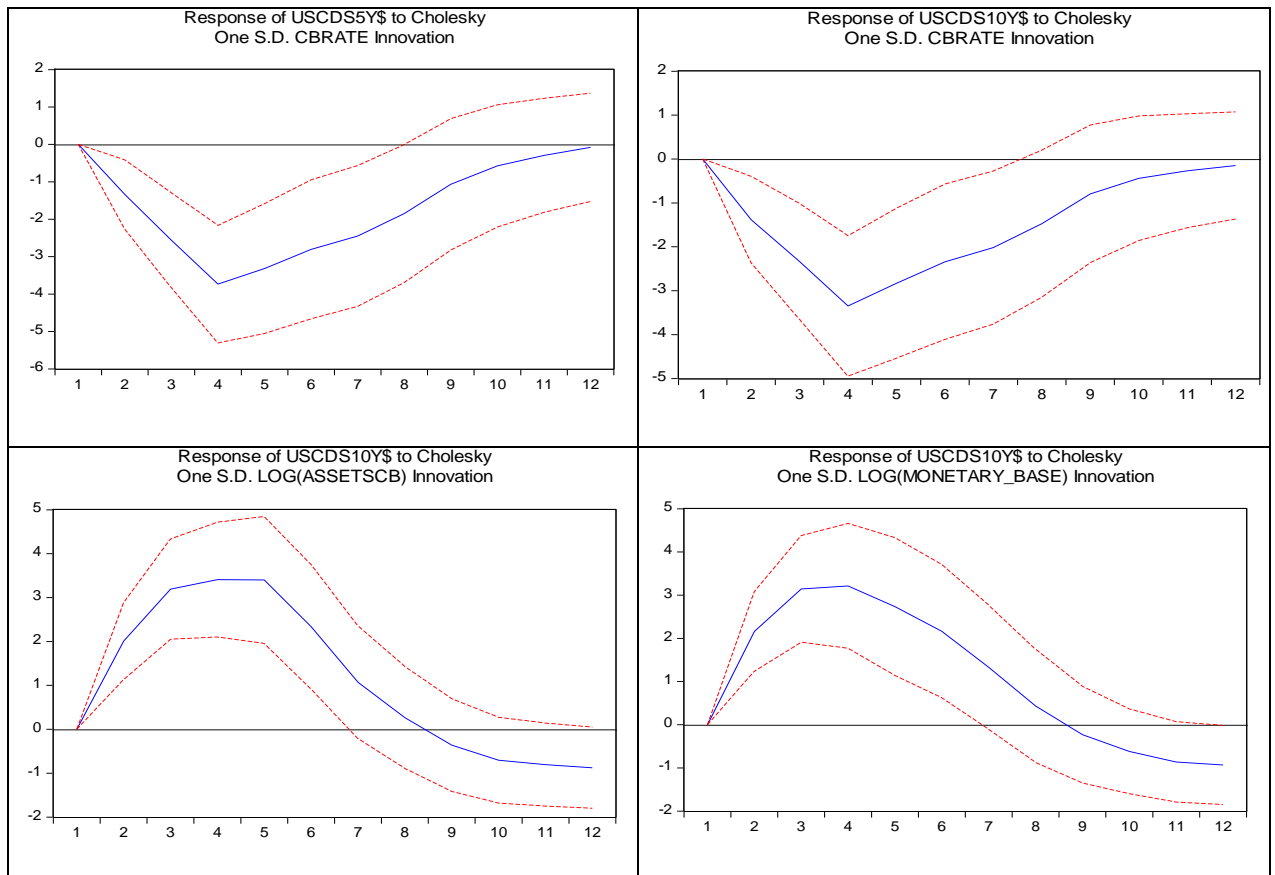
Джерело: розраховано автором

Імпульсні реакції змінних моделей 1.32–1.37 на шоки нетрадиційної монетарної політики ФРС в період з січня 2008 року до лютого 2020 рр.



Продовження додатка Д

Продовження табл. Д.7



Примітка: в таблицю включені найбільш значущі результати імпульсних реакцій

Джерело: розраховано автором

Продовження додатка Д

Таблиця Д.8

Відсоткові ставки Європейського центрального банку

Дата	За депозитами	Ставка рефінансування (MRO)	За кредитами
06.10.2000	3,75	4,75	5,75
11.05.2001	3,5	4,5	5,5
31.08.2001	3,25	4,25	5,25
18.09.2001	2,75	3,75	4,75
09.11.2001	2,25	3,25	4,25
06.12.2002	1,75	2,75	3,75
07.03.2003	1,5	2,5	3,5
06.07.2003	1	2	3
06.12.2005	1,25	2,25	3,25
08.03.2006	1,5	2,5	3,5
15.07.2006	1,75	2,75	3,75
09.08.2006	2	3	4
11.10.2006	2,25	3,25	4,25
13.12.2006	2,5	3,5	4,5
14.03.2007	2,75	3,75	4,75
09.07.2008	3,25	4,25	5,25
08.10.2008	2,75		4,75
10.12.2008	2	2,50	3
21.01.2009	1	2	3
11.03.2009	0,5	1,5	2,5
08.04.2009	0,25	1,25	2,25
14.12.2011	0,25	1	1,75
11.07.2012	0	0,75	1,5
13.11.2013	0	0,25	0,75
11.07.2014	-0,1	0,15	0,4
10.09.2014	-0,2	0,05	0,3
09.12.2015	-0,3	0,05	0,3
16.03.2016	-0,4	0	0,25
18.09.2019	-0,5	0	0,25
21.05.2020	-0,5	0	0,25

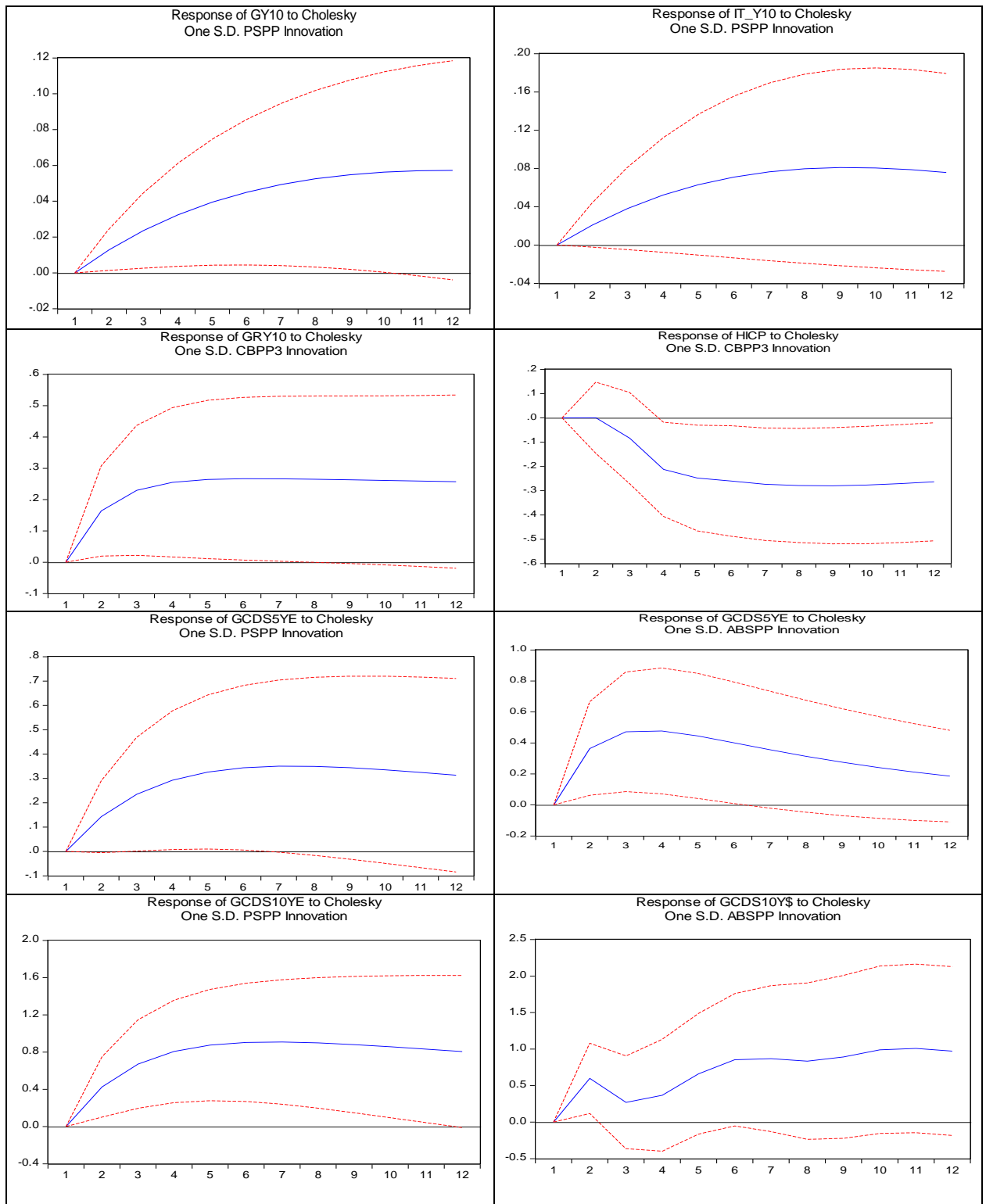
Джерело: [101]

Продовження додатка Д
Таблиця Д.9

Результати тесту Гренджера відповідно до моделей 1.38 і 1.39 відносно політики покупок активів ЄЦБ

Індикатори	Лагові значення															
	GY10	FRY1	GRY10	IT Y10	MSCI EUROPE	STOXX EUROPE 50	HICP	USD/EUR	GCD S5YE	GCD S5Y\$	GCD S10YE	GCD S10YE	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP
GY10													5,77 (0,99)	0,20 (0,65)	3,34 (0,18)	5,17 (0,02)b
FRY1													4,04 (0,13)	2,98 (0,22)	2,70 (0,25)	4,84 (0,08)
GRY10													1,19 (0,27)	5,36 (0,02)b	0,67 (0,71)	12,86 (0,01)a
IT Y10													0,03 (0,85)	0,93 (0,62)	4,35 (0,10)b	3,31 (0,06)c
MSCI EUROPE													13,46 (0,00)a	0,81 (0,36)	2,54 (0,46)	0,50 (0,47)
STOXX EUROPE50													8,03 (0,09)c	0,33 (0,56)	0,08 (0,77)	2,22 (0,13)
HICP													6,47 (0,26)	6,71 (0,08)b	0,45 (0,49)	2,72 (0,25)
USD/EUR													3,46 (0,06)b	2,65 (0,26)	3,33 (0,18)	1,70 (0,19)
GCDS5YE													6,08 (0,01)a	0,65 (0,41)	0,77 (0,37)	3,84 (0,04)b
GCDS5Y\$													8,68 (0,06)c	0,96 (0,32)	0,46 (0,49)	1,24 (0,26)
GCDS10YE													5,05 (0,02)	0,62 (0,42)	0,85 (0,65)	7,27 (0,01)a
GCDS10Y\$													14,24 (0,09)c	0,99 (0,31)	1,38 (0,23)	0,13 (0,70)
ABSPP	1,90 (0,16)	0,99 (0,60)	9,46 (0,00)	4,51 (0,03)	11,38 (0,02)	7,77 (0,10)	7,59 (0,18)	0,00 (0,99)	0,74 (0,38)	9,03 (0,06)	1,33 (0,24)	10,21 (0,06)				
CBPP3	3,75 (0,05)	0,17 (0,91)	8,03 (0,00)	3,40 (0,18)	0,62 (0,42)	0,97 (0,32)	3,66 (0,30)	1,42 (0,49)	1,07 (0,30)	2,01 (0,15)	1,33 (0,24)	3,64 (0,05)				
CSPP	3,91 (0,14)	3,76 (0,15)	0,16 (0,92)	8,58 (0,01)	12,07 (0,01)	0,01 (0,91)	0,02 (0,88)	0,45 (0,79)	1,97 (0,16)	0,26 (0,60)	4,42 (0,10)	0,34 (0,55)				
PSPP	0,00 (0,96)	0,26 (0,87)	14,19 (0,00)	5,99 (0,01)	0,77 (0,37)	0,18 (0,66)	20,59 (0,00)	1,17 (0,27)	4,11 (0,04)	6,26 (0,01)	6,07 (0,01)	9,16 (0,00)				

**Імпульсні реакції змінних моделей 1.38 і 1.39 на шоки політики
покупок активі ЄЦБ (2014 – 2020 рр.)**



Примітка: в таблицю включені найбільш значущі результати імпульсних реакцій

Джерело: розраховано автором

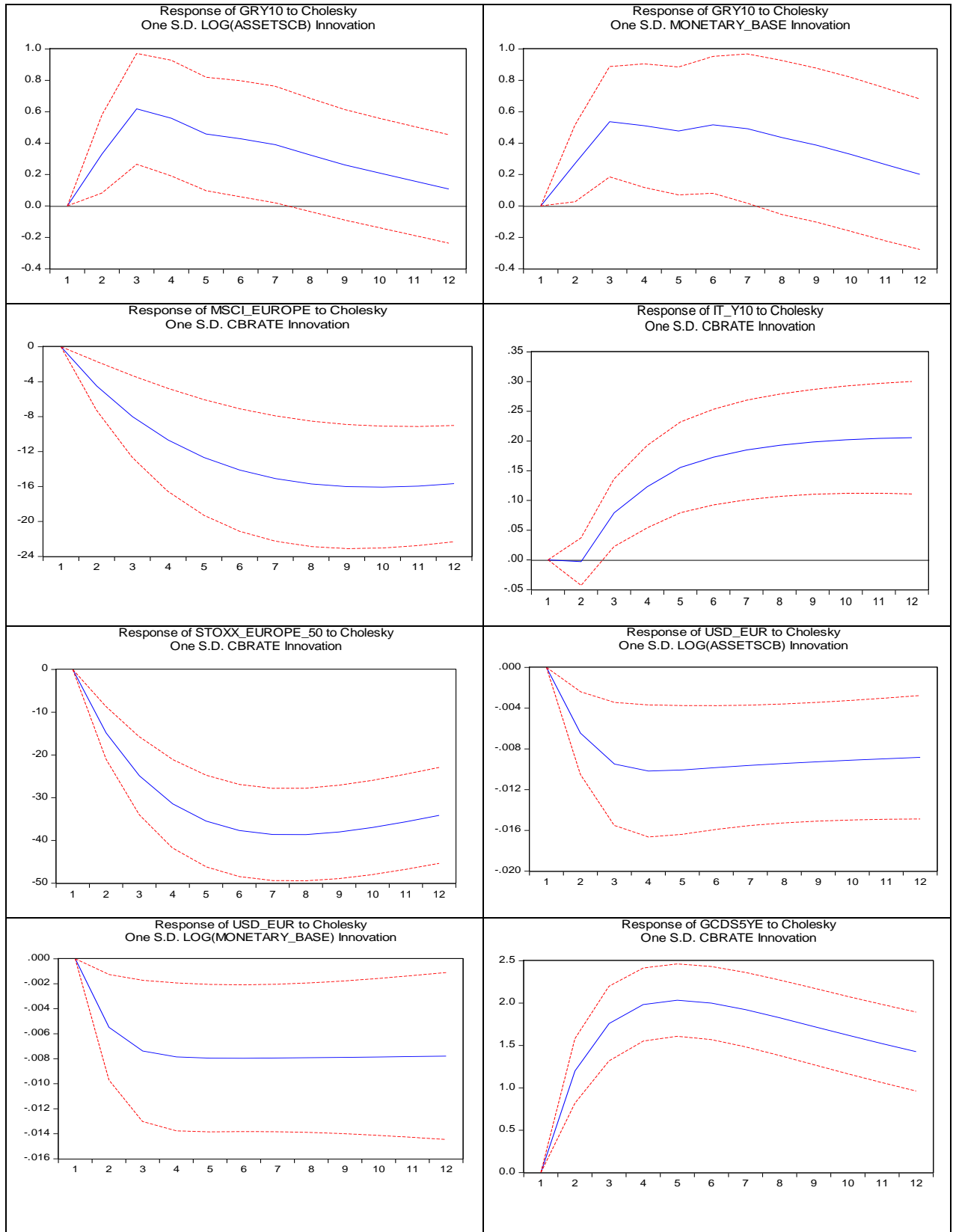
Продовження додатка Д

Таблиця Д.11

**Результати тесту Гренджера відповідно до моделей 1.32– 1.37 відносно нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ
в період з січня 2009 до лютого 2020 рр.**

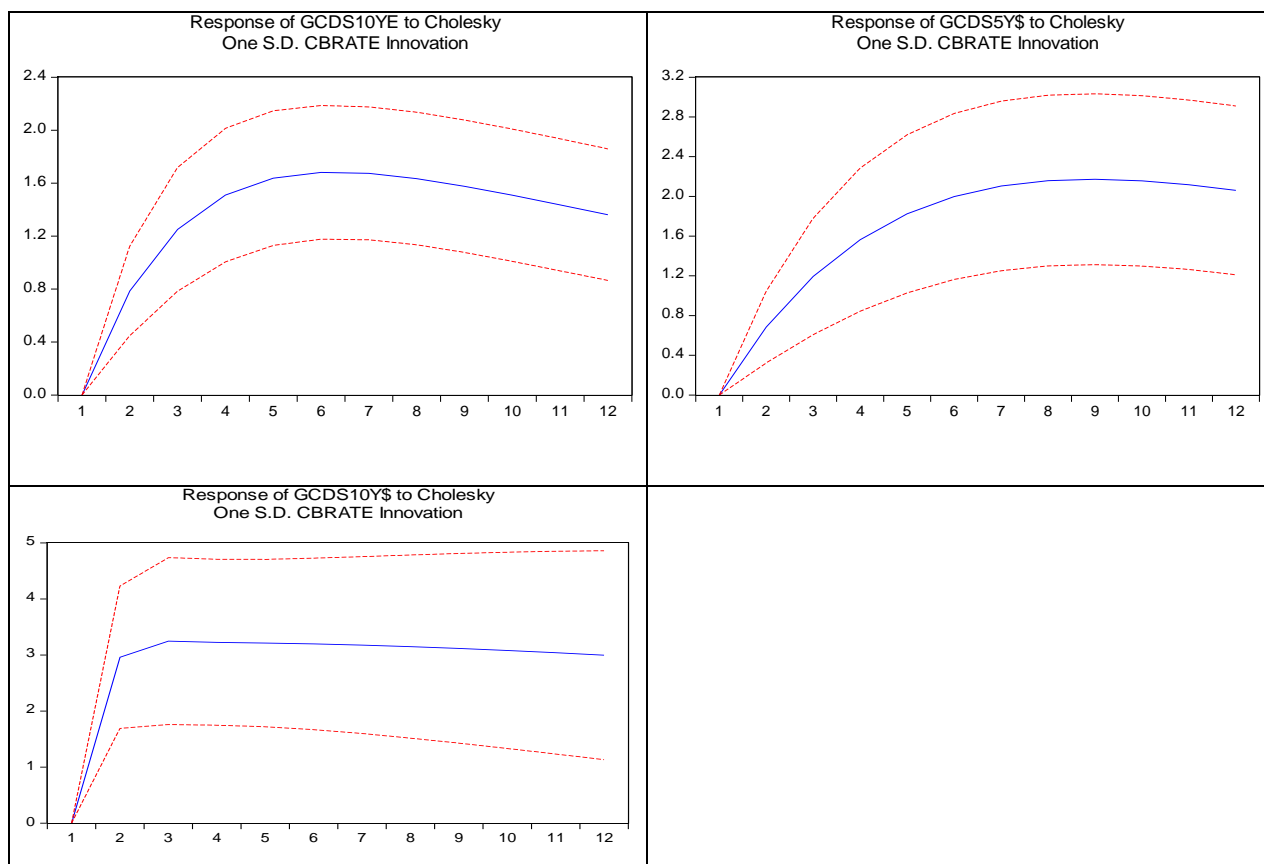
Індикатори	Лагові значення													AssetsCB	Monetary Base	CBrate
	GY10	FRY1	GRY10	IT Y10	MSCI EUROPE	STOX X EUROPE 50	HICP	USD/EUR	GCDS5 YE	GCDS5 Y\$	GCDS10YE	GCDS10YE				
GY10														1,95 (0,37)	0,71(0,70)	6,27 (0,06) ^c
FRY1														1,39 (0,49)	1,51 (0,46)	8,80 (0,06) ^c
GRY10														20,63 (0,00) ^a	15,93 (0,00) ^a	36,86 (0,00) ^a
IT Y10														1,61 (0,44)	0,40 (0,52)	27,60 (0,00) ^a
MSCI EUROPE														1,38 (0,23)	1,05 (0,30)	10,75 (0,00) ^a
STOXX EUROPE 50														1,77 (0,41)	1,03 (0,30)	25,38 (0,00) ^a
HICP														12,50 (0,02) ^b	12,38 (0,03) ^b	5,37 (0,37)
USD/EUR														11,98 (0,00) ^a	8,02 (0,02) ^b	8,01 (0,02) ^b
GCDS5YE														6,76 (0,23)	8,12 (0,14)	46,54 (0,00) ^a
GCDS5Y\$														4,91 (0,42)	14,86 (0,03) ^b	15,23 (0,00) ^a
GCDS10YE														5,76 (0,32)	5,79 (0,33)	23,49 (0,00) ^a
GCDS10Y\$														4,94 (0,42)	19,31 (0,01) ^a	24,49 (0,00) ^a
AssetsCB	2,38 (0,30)	4,64 (0,09)	4,95 (0,17)	5,55 (0,06) ^b	0,01 (0,96)	1,84 (0,39)	3,65 (0,59)	3,43 (0,17)	33,85 (0,00) ^a	26,30 (0,00) ^a	26,89 (0,00)	26,34 (0,00) ^a				
Monetary Base	2,42 (0,29)	3,28 (0,19)	6,30 (0,18)	1,36 (0,24)	0,01 (0,92)	0,89 (0,34)	2,11 (0,82)	2,84 (0,24)	33,23 (0,00) ^a	21,39 (0,01) ^a	25,72 (0,00) ^a	18,10 (0,03) ^b				
CBrate	12,75 (0,01) ^a	14,00 (0,01) ^a	10,58 (0,06) ^b	2,47 (0,47)	5,44 (0,02) ^b	1,02 (0,31)	8,80 (0,11)	7,14 (0,03)	7,43 (0,01)	1,18 (0,27)	0,97 (0,32)	11,03 (0,01) ^a				

Імпульсні реакції змінних моделей 1.32–1.37 на шоки нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ (2009–2020 рр.)



Продовження додатка Д

Продовження табл. Д.12



Примітка: в таблицю включені найбільш значущі результати імпульсних реакцій

Джерело: розраховано автором

Додаток Ж

Таблиця Ж.1

Вплив нетрадиційної монетарної політики ЄЦБ на фінансові показники України

	FRFA	COLL	LTRO	TLTRO	FOR	CBPP1	CBPP2	CBPP3	SMP	PSPP	OMT	ABSPP	CSPP
EUR_UAH	0,002 (0,977)	0,004 (0,951)	0,011 (0,886)	-0,230 (0,077)*	0,027 (0,705)	0,117 (0,555)	-0,004 (0,983)	0,061 (0,593)	-0,006 (0,973)	0,106 (0,286)	-0,0064 (0,675)	-0,056 (0,567)	0,075 (0,623)
MSCI	2,376 (0,193)	0,453 (0,761)	0,864 (0,552)	-2,196 (0,357)	2,012 (0,128)	-10,56 (0,0037) ***	2,940 (0,420)	-1,227 (0,560)	12,427 (0,0007) ***	0,026 (0,988)	-0,227 (0,935)	-0,935 (0,608)	-0,104 (0,975)
INTERBA NK 3M	0,049 (0,766)	-0,166 (0,216)	-0,144 (0,2697)	0,216 (0,314)	-0,182 (0,126)	-1,066 (0,001)* **	-0,143 (0,663)	0,021 (0,908)	-0,075 (0,817)	-0,151 (0,359)	-0,022 (0,928)	0,087 (0,593)	0,081 (0,965)
2Y - ZERO YIELD	0,211 0,817	0,276 (0,560)	0,425 (0,511)	-0,181 (0,808)	-0,051 (0,932)	-	0,094 (0,928)	-0,395 (0,517)	0,259 (0,887)	-0,574 (0,072) *	0,028 (0,972)	-0,325 (0,538)	0,025 (0,975)
CDS 3Y (E)	0,634 (0,994)	-8,773 (0,909)	18,380 (0,806)	48,144 (0,696)	3,322 (0,961)	91,354 (0,627)	3,787 (0,984)	33,725 (0,757)	-3,428 (0,985)	13,90 (0,883)	4,175 (0,977)	28,772 (0,760)	4,224 (0,976)
CDS 5Y	0,397 (0,996)	-9,507 (0,899)	17,801 (0,808)	34,238 (0,776)	3,202 (0,961)	91,641 (0,617)	2,199 (0,990)	28,27 (0,791)	-2,586 (0,988)	11,653 (0,899)	4,062 (0,977)	24,799 (0,787)	4,51 (0,974)
CDS 10Y	0,382 (0,996)	-9,232 (0,891)	13,885 (0,843)	24,44 (0,832)	2,193 (0,972)	66,39 (0,706)	1,465 (0,993)	21,427 (0,833)	-1,41 (0,993)	7,067 (0,946)	4,080(0 ,976)	24,551 (0,815)	4,860 (0,971)

Примітка: Числа в дужках поруч зі статистикою Wald - це значення P: ***, **, * являють собою значення значущості 1%, 5% та 10% відповідно,

Джерело: розраховано автором

*Продовження додатка Ж**Таблиця Ж. 2***Найнадійніші банки України**

Назва	Власник
Райффайзен банк Аваль	Raiffeisen Bank, Австрія
Укрсиббанк	BNP Paribas Group, Франція
Креді Агріколь Банк	Credit Agricole, Франція
ОТП Банк	OTP Bank, Угорщина
Кредобанк	PKO Bank Polska, Польща
Сітібанк (Україна)	Citibank, США
ІНГ Банк Україна	ING Group, Нідерланди
ПроКредит Банк	ProCredit Bank, Німеччина

Джерело : [28]