

Олександр ДЗЮБЛЮК

доктор економічних наук, професор, Західноукраїнський національний університет,
Тернопіль, Україна, alex5203@ukr.net
ORCID ID: 0000-0002-4967-823X

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЄВРОПЕЙСЬКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ У КОНТЕКСТІ ПРОТИДІЇ КРИЗОВИМ ЯВИЩАМ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

Вступ. Монетарна політика за умов розгортання кризових явищ є найбільш важливим інструментом впливу на економіку через грошові важелі, а відтак, функціонування центрального банку в процесі реалізації цього впливу слугує інституційною основою та фундаментом усієї антикризової архітектури у межах відповідної державної економічної політики. Виникнення в сучасних умовах об'єктивних обмежень дієвості традиційних інструментів грошово-кредитного регулювання визначає необхідність компенсування їх іншими важелями монетарного впливу, спрямованого на підтримання належної господарської активності і стимулювання економічного зростання, а тому важливою є оцінка роботи Європейського центрального банку як провідного регулятивного інституту країн єврозони, грошово-кредитна політика якого, попри усі проблемні аспекти, доводить успішність застосування її традиційних і нетрадиційних інструментів.

Мета – всебічно вивчити і проаналізувати досвід центральних банків розвинутих країн, провідне місце серед яких належить Європейському центральному банку, у побудові дієвого механізму монетарного регулювання як невід'ємної складової політики держави щодо подолання наслідків кризових явищ на фінансових ринках та стабілізації економічного і соціального розвитку.

Результати. Проаналізовано ключові аспекти функціонування Європейського центрального банку як головного регулятора економічних процесів у країнах єврозони. Розглянуто і систематизовано основні періоди реалізації монетарної політики ЄЦБ, що характеризують чітку послідовність застосування на кожному із них певного інструментарію грошово-кредитного регулювання та встановлення пріоритетів щодо обрання відповідних цілей монетарного впливу на економіку. Зроблено акцент на тих тенденціях, що склалися під час розвитку як фінансової, так і пандемічної кризи в країнах єврозони, визначено необхідність розширення цільового мандату Європейського центрального банку шляхом впливу не лише на динаміку цін, а й підтримку фінансової стабільності банківського сектору та сприяння функціонуванню бізнесу і домогосподарств. Визначено об'єктивні економічні передумови, за яких ЄЦБ, як і центральні банки інших розвинутих країн, були змушені вдаватися до застосування нових інструментів грошово-кредитного регулювання.

Висновки. Обґрунтовано з урахуванням досвіду монетарної політики ЄЦБ необхідність розширення цільового мандату грошово-кредитного регулювання й оптимального поєднання традиційних і нетрадиційних інструментів центрального банку задля реалізації широкомасштабних заходів фінансової підтримки банкієвської системи і реального сектору економіки, що є цілком виправданим в умовах загострення кризи на фінансових ринках.

Перспективи. Важливим напрямом наукових досліджень на найближчу перспективу слід вважати пошук подальших шляхів розширення й оптимізації набору інструментів монетарного регулювання, що є у розпорядженні центральних банків, з тим, щоб успішно протидіяти розгортанню кризових явищ в економіці.

Ключові слова: Європейський центральний банк, монетарна політика, фінансова криза, пандемічна криза, інфляція, процентна ставка, кредитування, економічний ріст, комерційний банк, єврозона, фінансовий ринок.

Рис.: 5, бібл.: 23.

Oleksandr DZIUBLIUK

Dr. Sc. (Economics), Prof., West Ukrainian National University, Ternopil, Ukraine,

alex5203@ukr.net

ORCID ID: 0000-0002-4967-823X

MONETARY POLICY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK IN THE CONTEXT OF COUNTERACTION TO CRISES IN THE FINANCIAL MARKET

Introduction. During the crisis monetary policy acts as the most important tool of influence on the economy through monetary levers, and therefore the functioning of the central bank serves as the institutional basis and foundation of the entire anti-crisis architecture within the framework of the state economic policy. The emergence of objective limitations to the effectiveness of traditional instruments of monetary regulation determines the need to compensate them with other levers of monetary influence aimed at maintaining proper economic activity and stimulating economic growth. Therefore, it is important to evaluate the work of the European Central Bank as the leading eurozone regulatory institution, whose monetary policy, despite all the problematic aspects, proves the success of its conventional and unconventional instruments.

The purpose of the article is to study the experience of the European Central Bank in the construction of an effective mechanism of monetary regulation as an essential component of the state policy to overcome the consequences of crisis on financial markets and stabilize economic and social development.

Results. The key aspects of functioning of the European Central Bank as the main eurozone regulator of economic processes are analyzed. The main periods of the implementation of the ECB's monetary policy are considered and systematized, characterizing a sequence of applying certain tools of monetary regulation at each of them and setting priorities for choosing the appropriate goals of monetary influence on the economy. Particularly noted are the trends that emerged during financial crisis and pandemic crisis in the eurozone and determined the need to expand the mandate of the European Central Bank by influencing not only price dynamics, but also maintaining the financial stability of the banking sector and facilitating the functioning of businesses and households. Objective economic preconditions are determined under which the ECB was forced to resort to the use of new instruments of monetary regulation.

Conclusions. *Based on the experience of the ECB's monetary policy, the need to expand the mandate of monetary regulation and the optimal combination of traditional and non-traditional central bank instruments for the implementation of large-scale measures of financial support for the banking system and the real sector of the economy is substantiated.*

Perspectives. *As an important direction of future scientific researches should be considered the analysis of further ways to expand and optimize the monetary regulation tools at the disposal of central banks in order to successfully counteract the crises in the economy.*

Keywords: *European Central Bank, monetary policy, financial crisis, pandemic crisis, inflation, interest rate, lending, economic growth, commercial bank, eurozone, financial market.*

JEL Classification: E40, E42, E50, E52, E58.

Постановка проблеми. Монетарна політика як один із ключових напрямів державного впливу на економіку відіграє важливу роль у підтриманні неперервності економічного розвитку та забезпеченні нормального перебігу усіх бізнес-процесів, діючи через складні механізми функціонування фінансових ринків, динаміку процентних ставок, інфляцію і валютний курс, платіжні технології та кредитні вкладення банківської системи у реальний сектор. Саме монетарна політика за умов розгортання кризових явищ різних масштабів, причин і походження виступає найбільш важливим інструментом впливу на економіку через грошові важелі, а відтак, функціонування центрального банку у процесі реалізації цього впливу слугує інституційною основою та фундаментом усієї антикризової архітектури у межах відповідної державної економічної політики. У зв'язку із цим безперечно важливим є вивчення досвіду центральних банків розвинутих країн світу з огляду на практику роботи фінансових ринків та роль монетарної політики як головного важеля впливу держави на економіку за умов, коли потрібне оперативне реагування на ситуації, пов'язані із розгортанням кризових явищ унаслідок дії внутрішніх чи зовнішніх чинників.

Одне із провідних місць у глобальних процесах монетарного впливу на світову економіку та реалізації стабілізаційних ан-

тикризових заходів на фінансовому ринку належить Європейському центральному банку як провідному регулятивному інституту країн євросони, грошово-кредитна політика якого, попри усі проблемні аспекти, доводить успішність застосування традиційних і нетрадиційних інструментів монетарного регулювання та його резистентність до внутрішніх шоків і глобальних викликів, що активно впливають на світову фінансову систему в сучасний період.

Упродовж останніх кількох десятиліть саме монетарна політика була домінуючим засобом державного регулювання у більшості країн світу в процесі реалізації заходів, спрямованих на протидію негативним ефектам світової фінансово-економічної кризи, пандемії коронавірусу та глобальної рецесії світового господарства. Дане спрямування політики передбачало реалізацію таких монетарних заходів економічної підтримки, які спрямовані на надання додаткової ліквідності інститутам фінансового ринку, пом'якшення нормативних вимог до банківських установ, а також сприяння нарощуванню обсягів кредитування реального сектору. У цьому контексті досвід Європейського центрального банку, як одного із провідних центральних банків світу, є показовим з огляду на процес активного вдосконалення інструментарію грошово-кредитної політики, поєднання

можливостей використання традиційних засобів монетарного регулювання із нетрадиційними за підтримки адекватних важелів фінансової політики для стимулювання сукупного попиту. Адже з часу розгортання світової фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. і подальшої рецесії міжнародної економіки для фінансових ринків розвинутих країн були притаманні наднизькі норми процента, зумовлені прагненням монетарної влади до здешевлення грошей і їх активного вливання у реальний сектор заради стимулювання економічного росту. За таких обставин виникла проблема побудови такої фінансової архітектури впливу монетарної політики на реальний сектор, коли об'єктивні обмеження і низька дієвість одних інструментів грошово-кредитного регулювання, наприклад, процентної ставки, компенсуються іншими важелями монетарного впливу, спрямованого на підтримання належної господарської активності і стимулювання економічного зростання. Тому оцінка діяльності Європейського центрального банку є доречною саме з точки зору вивчення досвіду оптимізації інструментів монетарної політики в умовах, коли можливості використання традиційних засобів грошово-кредитного регулювання є обмеженими.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню проблем створення і функціонування Європейського центрального банку у контексті формування єдиної європейської валютної зони, а також механізму реалізації монетарної політики у зоні євро присвячено праці багатьох економістів, серед яких вагомий внесок належить таким науковцям, як: Д. Сандрі [1], К. Боріо [2], Г. Буллган [3], Н. Кассола [4], М. Чечоні [5], Г. Клеїс [6], Н. Лоутон [8], М. Фрацшер [12], Р. Гетцель [13], Ф. Лервен [14], К. Луїджі [15], С. Нері [16], К. Зайдль [17], Н. Соєнен [18], П. Тортола [21], К. Туорі [22], Ф. Замбіні [23]

та ін. Недостатньо вивченими залишаються ті напрями дослідження, які стосуються оцінки зміни пріоритетів монетарної політики і зростаючої ролі Європейського центрального банку у всій фінансовій архітектурі державного впливу на економічні процеси в умовах, коли традиційні ринкові механізми перестають діяти, а кризові явища в економіці потребують оперативного пошуку й ефективного застосування нестандартних підходів і нових інструментів грошово-кредитного регулювання задля протистояння будь-яким негативним сценаріям розвитку і підвищення резистентності фінансового і реального секторів економіки до внутрішніх і зовнішніх шоків.

Мета статті. Одним із найважливіших інструментів макроекономічної стабілізації, стимулювання господарської активності і платоспроможного попиту є монетарна політика як ключовий важіль передачі імпульсів державного впливу на реальний сектор. А тому важливим завданням наукових досліджень у процесі формування антикризової економічної стратегії слід вважати всебічне вивчення і критичний аналіз досвіду центральних банків розвинутих країн, провідне місце серед яких належить Європейському центральному банку, у побудові дієвого механізму монетарного регулювання як невід'ємної складової політики держави щодо подолання наслідків кризових явищ на фінансових ринках та стабілізації економічного і соціального розвитку.

Виклад основного матеріалу дослідження. Загалом антикризові заходи монетарної політики, хоча і засновуються на використанні різних інструментів, головним чином спрямовані на зростання сукупного попиту в економіці, запобігання банкрутствам підприємств, підвищення рівня життя населення, забезпечення високого рівня зайнятості та збільшення обсягів інвестицій. Проте природа і походження різних кризових явищ, а також особливості

макроекономічного середовища у той чи інший історичний період, безумовно, накладають свій відбиток і на конкретні механізми грошово-кредитного регулювання, які реалізують центральні банки різних країн світу відповідно до стратегії економічної політики держави в умовах глобальної фінансової нестабільності. У цих умовах провідні світові центральні банки змушені були переглядати цілі, функції і завдання грошово-кредитної політики, однак здійснювали це обережно, у відповідь на виклики, пов'язані із поточною економічною ситуацією, що радше відображало певну еволюцію монетарного регулювання, аніж ті чи інші радикальні зміни грошово-кредитної політики. Так, щодо монетарної політики Європейського центрального банку, то особливості її реалізації можна розглядати в історичному аспекті з точки зору умовного поділу на кілька основних періодів, що характеризують чітку послідовність етапів із застосуванням на кожному із них певного інструментарію грошово-кредитного регулювання та встановленням пріоритетів щодо обрання відповідних цілей монетарного впливу на економіку: 1) традиційна політика до світової фінансово-економічної кризи; 2) антикризова монетарна політика і посткризове регулювання; 3) коронавірусна криза і монетарна політика подолання наслідків пандемії.

1. Монетарна політика до світової фінансово-економічної кризи

Докризовий період монетарного регулювання Європейським центральним банком економіки знаменує собою розквіт антиінфляційної парадигми грошово-кредитної політики, чому сприяла активізація процесів, пов'язаних із глобалізацією, розвитком вільної торгівлі та лібералізацією транскордонних потоків на ринках грошей і капіталів, а також невдачі практичної реалізації у кредитних системах розвинених

країн монетаристського експерименту. У світовій економіці в цей період були створені необхідні умови для помірних темпів інфляційної динаміки, що вплинуло, зокрема і на цільовий мандат Європейського центрального банку щодо забезпечення фінансової стабільності та реалізації грошово-кредитної політики, основним механізмом якої став режим таргетування інфляції. Саме у цей період Європейський центральний банк орієнтується на цінову стабільність, тобто низьку інфляцію як мету нової стратегії взаємодії з ринками, засновану на режимах вільного курсоутворення і стабільності короткострокових процентних ставок, які стали визначальними факторами ціноутворення на грошовому ринку та ринках капіталу.

Річ у тім, що історично Європейська валютна система будувалася навколо найсильнішої валюти континенту – німецької марки, а тому в основі діяльності ЄЦБ від моменту його створення лежала політика Бундесбанку, головною метою якої полягала у підтриманні цінової стабільності в умовах розвиненого ринкового господарства та незалежності грошово-кредитного регулятора. Менш розвиненим країнам ЄС при входженні у єврозону довелося підлаштуватися під умови, до яких вони за інших обставин мали б ще дійти еволюційним шляхом за значно триваліший період, а тому вони відмовилися від більш активної участі їхніх центральних банків у процесах регулювання національних фінансових ринків, підтримання рівноваги платіжних балансів, змінах обсягів кредитування, що могло б у разі збереження монетарного суверенітету сприяти зростанню національних виробництв. Такі умови формування єдиної валютної системи і одного регулятора у подальшому породили низку серйозних протиріч і фінансових дисбалансів у єврозоні, функціонування якої підпоряд-

ковувалося головній цілі з підтримання стабільної цінової динаміки.

Відповідно до цієї цілі з 1 січня 1999 р. Європейський центральний банк проводить єдину монетарну політику на території зони євро, а за Договором про Європейський Союз на нього покладено головне завдання щодо підтримки цінової стабільності, позаяк вважалося, що саме через підтримку стабільних цін грошово-кредитне регулювання зможе найкращим чином сприяти економічному зростанню, створенню нових робочих місць, підтримці низького рівня інфляції (в межах 2%) та забезпеченню соціальної єдності й інтеграції у країнах єврозони. Важливо наголосити закріплення цієї мети і у відповідних нормативних документах ЄС, адже відповідно до частини 2 статті 282 Договору про ЄС головним завданням ЄЦБ є підтримка цінової стабільності, водночас без шкоди для цієї мети Європейський центральний банк може підтримувати загальну економічну політику в ЄС [7]. Інакше кажучи, без шкоди для виконання завдання щодо цінової стабільності ЄЦБ має сприяти проведенню спільної економічної політики ЄС з тим, щоб допомагати досягненню цілей високого рівня зайнятості, сталого та неінфляційного зростання, високої конкурентоспроможності та конвергенції економік.

В основі практичної реалізації вказаної стратегії монетарної політики Європейського центрального банку в цей період лежала так звана концепція “двох стовпів”, якою передбачалося, з одного боку, регулювання грошової маси на основі коефіцієнта щорічного зростання агрегату М3, а з іншого, підтримка цінової стабільності шляхом реагування на відхилення в опублікованих інфляційних прогнозах від оголошених цільових показників щодо збереження інфляції на рівні до 2%. Для реалізації цих завдань Європейський центральний банк з самого початку взяв на озброєння тра-

диційні засоби монетарної політики, котрі активно використовували центральні банки європейських країн ще до утворення єврозони. Зокрема, йдеться про такі інструменти, як: 1) стандартні операції з рефінансування, що відіграють важливу роль в управлінні відсотковими ставками та в регулюванні рівня ліквідності банківської системи і проводились шляхом звичайних аукціонів; 2) довгострокові операції з рефінансування, призначені для забезпечення ліквідності банківської системи протягом більш тривалих термінів і проводились у формі тендеру; 3) “структурні” операції, що покликані коригувати ліквідність банків у довгостроковій перспективі і проводились у формі угод репо чи розміщення боргових сертифікатів задля “закачування” додаткової або для “поглинання” надлишкової ліквідності; 4) мінімальні резерви, які згідно з вимогами Європейського центрального банку банківські установи єврозони мають в обов’язковому порядку зберігати на його рахунках відповідно до встановлених нормативів і бази для розрахунку, що позначається на величині грошової маси, стані ліквідності, діапазоні кредитів і динаміці процентної ставки; 5) постійно діючі механізми для управління короткостроковими ставками грошового ринку через резервний механізм ломбардного (“овернайт”) кредитування та депозитний механізм, коридор процентних ставок за якими встановлює Рада керуючих Європейського центрального банку, що обмежує коливання проценту за односторонніми кредитами на ринку.

Варто зазначити, що дані монетарні інструменти загалом дозволяли досягати поставлених перед Європейським центральним банком завдань. До 2007 р. у єврозоні спостерігалось стабільне економічне зростання та помірковані темпи інфляції. При цьому саме в умовах відносної економічної стабільності та помірної динаміки зростан-

ня ВВП, характерних для передкризових років, загальновізнана концепція монетарного регулювання Європейського центрального банку полягала у підтримці на постійному рівні ліквідності банківського сектору та коригуванні цільової процентної ставки на міжбанківському ринку короткострокових запозичень. Цільова ставка, яку оголошує Європейський центральний банк, виконувала важливу сигнальну функцію, даючи змогу інформувати банківську спільноту про орієнтири монетарної політики, спрямованої на забезпечення стабільного рівня товарних цін та недопущення надмірної інфляції чи дефляції.

Важливо наголосити, що саме у цей період відносної стабільності і у світовій економіці загалом, і в єврозоні зокрема, власне і були закладені ті вихідні передумови, які у подальшому створили сприятливе середовище для розгортання глобальної фінансово-економічної кризи, а саме: прискорення фінансової глобалізації та інтеграція в зону єдиної валюти національних фінансових ринків різних за рівнем розвитку країн при збереженні структурних недоліків їхніх економік і фінансових систем, що посилювало вплив глобальних дисбалансів на національні господарства; швидке зростання цін на реальні активи, які учасники ринку розглядали як альтернативні інвестиції для зниження (хеджування) фінансових ризиків та невизначеностей; порівняно м'який характер грошово-кредитної політики Європейського центрального банку задля поживлення господарської кон'юнктури, що призвело до накопичення надлишкової ліквідності та сприяло формуванню істотних фінансових дисбалансів у зоні євро; відсутність ефективних механізмів координації монетарної політики Європейського центрального банку та бюджетної, податкової і боргової політики національних урядів окремих країн єврозони, що посилювало

диспаритет у русі фінансових ресурсів, розподілі боргового навантаження та потенціалах економічного розвитку; поширення фінансових інновацій (насамперед транзакційних продуктів у фінансовому секторі), що сприяло накопиченню системних ризиків і в подальшому призвело до кризи іпотечного ринку США з переростанням її у глобальну фінансову кризу.

Таким чином, передумови світової фінансової кризи, яка була пов'язана із кризою кредитної системи США, стали помітні вже у 2007 р. Однак навіть у той період, коли було ще важко спрогнозувати, чи кризові явища набудуть глобальних масштабів, керівництво Європейського центрального банку вже було занепокоєне зростанням інфляції, яка у 2007 р. перевищила встановлений поріг у 2%, що в подальшому визначило деякі помилкові заходи монетарного регулювання на початку кризи.

2. Антикризова монетарна політика і посткризове регулювання

На початковому етапі світової фінансово-економічної кризи Європейський центральний банк був стурбований проблемою недопущення зростання інфляції і почав діяти у традиційний спосіб шляхом реалізації політики "дорогих грошей". Так, зокрема, ЄЦБ розпочав тривалий цикл підвищення процентної ставки: з початку 2007 р. по липень 2008 р. його базову ставку (за основними операціями рефінансування) було підвищено на 0,75 базисних пунктів – з 3,5 до 4,25%. Інакше кажучи, Європейський центральний банк намагався слідувати курсом виконання свого мандату, котрим його було наділено від моменту заснування, із забезпечення цінової стабільності, проводячи рестрикційну монетарну політику. У такий традиційний спосіб, вочевидь, передбачалося не допустити дестабілізації на фінансових ринках країн єврозони.

Насправді динаміка інфляційних процесів зони євро тільки на першому етапі розгортання світової фінансово-економічної кризи загрожувала деяким виходом за межі цільових орієнтирів, встановлених ЄЦБ, а в подальшому відбулося істотне зниження індексу споживчих цін від рівня заявленого показника, що спричинило побоювання можливого переростання інфляції у дефляційні процеси зі значно більш загрозливими наслідками для динаміки економічного розвитку євросони (рис. 1).

Це змусило Європейський центральний банк коригувати цільові пріоритети монетарної політики, враховуючи, що інфляція не становила безпосередньої загрози навіть у фазі активного загострення глобальної фінансово-економічної кризи. Тим більше, що у цей самий час перед ЄЦБ постала інша серйозна проблема, адже із появою перших ознак набуття фінансовою кризою глобального характеру у 2008 р. монетарна влада євросони опинилася перед необхідністю заповнити гостру нестачу вільних коштів на міжбанківському ринку, що виникла

в умовах збільшених ризиків, підвищення спредів за борговими зобов'язаннями та втрати довіри кредиторів до потенційних позичальників. Тому в жовтні 2008 р., як головна зміна у спрямуванні грошово-кредитної політики Європейського центрального банку, розпочалося зниження відсоткової ставки. Після краху американського інвестиційного банку "Lehman Brothers" та чергового спалаху панічних настроїв на світових фінансових ринках ЄЦБ знизив ставку за основними операціями рефінансування з 3,25% у вересні 2008 р. до 2% у грудні того ж року та до 0,5% у березні 2009 р. Якщо до кризи основні операції з рефінансування Європейський центральний банк проводив у рамках аукціону з плаваючою відсотковою ставкою, то з жовтня 2008 р. він почав застосовувати аукціони з фіксованою ставкою. Тим самим банки зони євро отримали необмежений доступ до ліквідності на строк від 1 тижня до 6 місяців за основною ставкою центрального банку. Крім того, Європейський центральний банк запровадив довгострокові операції рефінансування

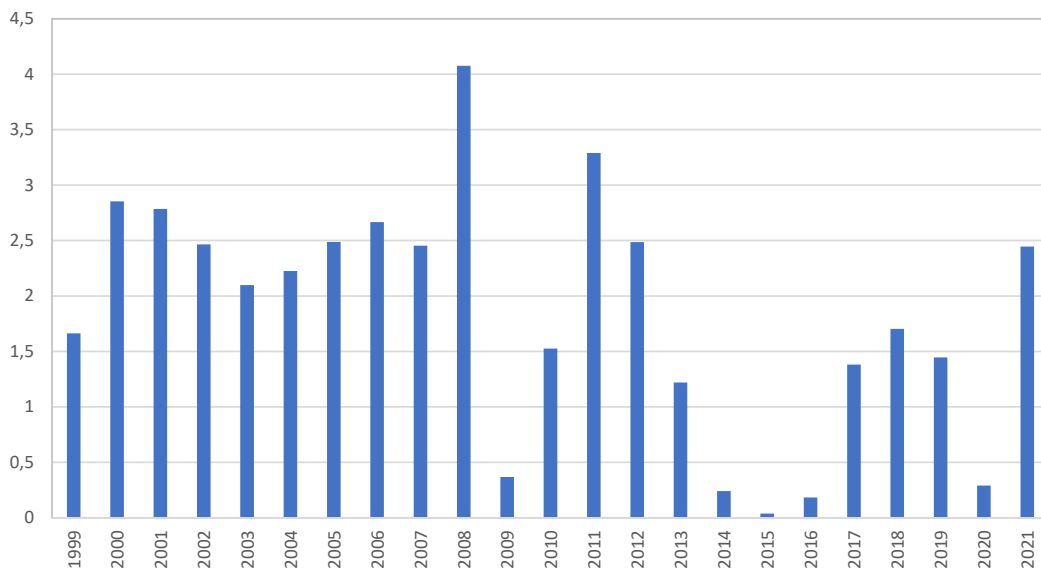


Рис. 1. Динаміка індексу споживчих цін в зоні євро, % [11]

(спочатку – у березні 2008 р. терміном до 6 місяців, а згодом – у травні 2009 р. терміном до 1 року). ЄЦБ також продовжив надання банкам ліквідності через механізм “дисконтного вікна” – короткострокові позички та тримісячні репо. Інакше кажучи, Європейський центральний банк задля недопущення кризи ліквідності у банківському секторі просто розгорнув на 180 градусів механізм монетарного регулювання, почавши проводити експансіоністську політику “дешевих грошей”.

Утім такі традиційні інструменти, як багаторазове зниження Європейським центральним банком процентних ставок за операціями рефінансування, значне збільшення розмірів та строків кредитної допомоги та лібералізація інших умов отримання позик для комерційних банків не сприяли суттєвому поліпшенню ситуації у банківській сфері, адже, незважаючи на значний обсяг операцій із щотижневого надання кредитів комерційним банкам за фіксованою ставкою та подальше зниження ставки рефінансування (у липні 2012 р. – до нуля), зупинити процес скорочення європейськими комерційними банками кредитних операцій і домогтися підвищення попиту на товари та, як наслідок, пожвавлення бізнесової активності так і не вдалося. А тому, щоб не допустити подальшого посилення панічних настроїв та обвалу важливих секторів фінансового ринку, Європейський центральний банк перейшов до широкомасштабних грошових інтервенцій у формі адресної кредитної допомоги комерційним банкам.

З цією метою ЄЦБ застосовував для операцій довгострокового кредитування банків країн єврозони термін “розширена кредитна підтримка” (enhanced credit support) [20], хоча у сучасних наукових дослідженнях такі операції центральних банків найчастіше називають “нетрадицій-

ною” (або “неконвенційною”) монетарною політикою [1, 2, 15], а іноді також політикою “кількісного пом’якшення” [6, 14, 22]. На практиці це означало, що можливості традиційного монетарного регулювання були фактично вичерпані, а крупні грошові ін’єкції в економіку єврозони мали, на думку керівництва Європейського центрального банку, зупинити подальший розвиток кризових процесів та сприяти відновленню господарської активності.

У 2009 р. ЄЦБ задля подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи надав кредитів комерційним банкам єврозони на рекордну на той час суму – 442 млрд євро для збільшення ліквідності і для підтримки ринків. Попри те, що в аукціоні на отримання кредитів взяв участь 1121 банк, було ухвалено рішення, що усі банківські установи, які подали заявки, мали отримати кредити. Це пояснюється тим, що економіки країн зони євро значно сильніше залежать від стану справ у банківському секторі, аніж від діяльності фондових та інвестиційних фінансових посередників, як економіки США і Великої Британії, а тому Європейським центральним банком було проведено активніші заходи щодо полегшення доступу саме комерційних банків до додаткової ліквідності. Вважалося, що це дасть змогу подолати кредитне стиснення та сприятиме відновленню кредитування бізнесу та домашніх господарств.

А в умовах, коли традиційні способи монетарного регулювання економіки втратили своє значення, Європейський центральний банк уже не хаотично, а на більш системній основі розпочав застосовувати нетрадиційні методи грошово-кредитної політики. Зокрема, у цей період було ухвалено та реалізовано програму надання комерційним банкам країн єврозони у рамках операцій рефінансування трирічних кредитів LTRO (longer-term refinancing operations) з можливістю

дострокового погашення після закінчення одного року. При цьому правила доступу до таких кредитів від ЄЦБ були суттєво лібералізовані, як і вимоги до забезпечення. За результатами аукціонів, що проводили у рамках цієї програми, упродовж 2011–2012 рр. було видано кредитів на загальну суму 520 млрд євро. Крім того, починаючи з 2010 р., Європейський центральний банк розпочав операції з купівлі цінних паперів для власного портфеля за двома програмами: 1) програма купівлі державних облігацій та цінних паперів підприємств приватного сектору SMP (securities market programme), за якою до кінця 2012 р. було витрачено 220 млрд євро, 2) програма купівлі облігацій комерційних банків CBPP (covered bonds purchase programme), за якою за той же період було витрачено 66 млрд євро. Крім того, ЄЦБ розпочав купівлю суверенних облігацій країн єврозони на вторинному ринку, що стало свого роду реакцією, яка була покликана заспокоїти інвесторів під час загострення кризи суверенних боргів європейських країн. Особливо це стосувалось країн групи PIIGS (Португалія, Ірландія, Італія, Греція та Іспанія), фінансовий стан яких спонукав ЄЦБ, по суті, в екстремому порядку скуповувати їхні державні облігації задля недопущення підризу стабільності на фінансових ринках країн єврозони.

Потрібно зазначити, що, незважаючи на вжиті нетрадиційні заходи монетарної політики на початковому етапі посткризового регулювання, досягти поставлених цілей в повному обсязі так і не вдалося, оскільки, навіть попри суттєве зростання ресурсної бази комерційних банків за рахунок відповідних впливань коштів від ЄЦБ, банківські кредитні вкладення в економіку країн єврозони продовжували скорочуватися, що було пов'язано із продовженням рецесії та зумовленим нею падінням попиту на банківські кредити, а це врешті стало однією

із причин погіршення показників прибутковості і комерційних банків. За таких обставин Європейським центральним банком було вжито заходів за трьома напрямками щодо певної модифікації використовуваних ним новітніх інструментів монетарного регулювання шляхом: 1) змін у процентній політиці, 2) розширення кредитної підтримки банків та 3) активізації операцій на відкритому ринку щодо купівлі цінних паперів.

Так, в рамках першого напряму було вжито заходів щодо стимулювання комерційних банків використовувати наявні у них кредитні ресурси для активізації позичкових операцій шляхом внесення змін у порядок сплати відсотків за депозитними рахунками банківських установ у Європейському центральному банку DFP (deposit facility programme). З цією метою у 2012 р. ставку за цими рахунками було знижено до нуля, а згодом її було встановлено на негативному рівні, в результаті чого банкам стало не вигідно утримувати кошти на таких депозитах і вони почали частково використовувати їх для видачі кредитів. З червня 2014 р. ЄЦБ вперше встановив негативну процентну ставку за основними операціями рефінансування (–0,10%), яка згодом неодноразово знижувалася і вже до 2016 р. становила –0,40% (рис. 2).

Безпрецедентні заходи пом'якшення процентних інструментів монетарної політики були обґрунтовані необхідністю боротьби з низькими темпами економічного зростання в країнах єврозони на тлі високих рівнів безробіття. До того ж, вважалося, що така процентна політика сприятиме девальвації євро та, відповідно, прискорить темпи нарощування експорту з країн ЄС, хоча цих цілей в повному обсязі досягти так і не вдалося.

Крім того, за другим напрямом, у 2014 р. ЄЦБ ухвалив програму цільових операцій довгострокового рефінансування TLTRO

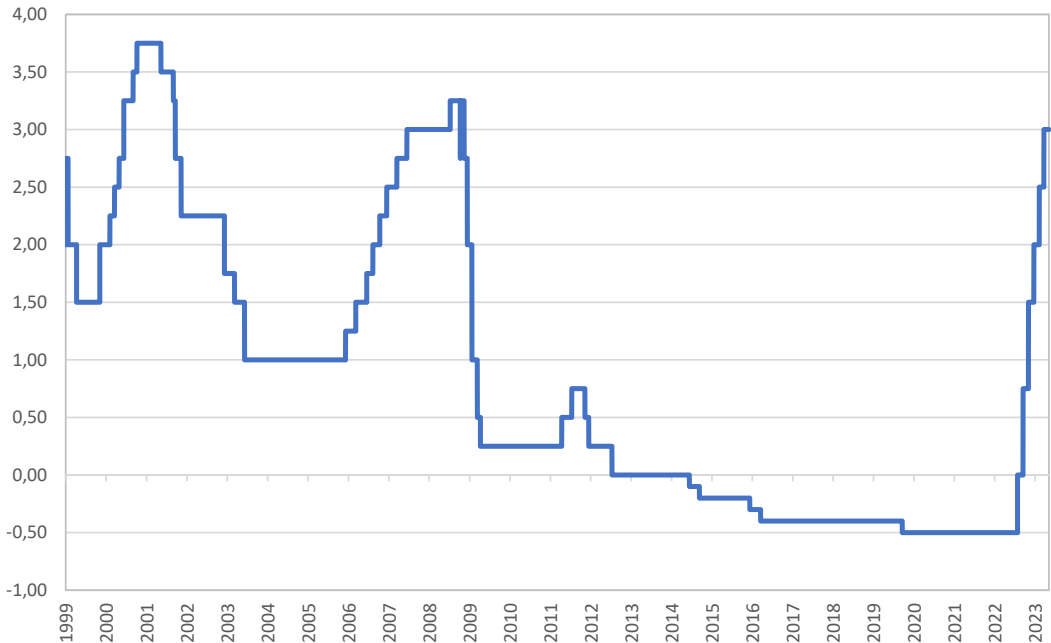


Рис. 2. Ставка ЄЦБ за депозитними операціями для банків євросони [10]

(targeted longer-term refinancing operations), які мали замінити раніше діючі трирічні LTRO. Цільовий характер цих програм передбачав, що умови їх видачі були прямо орієнтовані на подальше стимулювання банківського кредитування підприємств реального сектору і домашніх господарств, зокрема, сума доступного кредиту рефінансування за цією програмою залежала від розмірів кредитного портфеля конкретного комерційного банку за певними видами позик. До кінця 2015 р. загальна сума наданих кредитів за програмою TLTRO становила вже 417,9 млрд євро.

Одночасно, в рамках вже третього напрямку, Європейський центральний банк оголосив про початок купівлі приватних боргових зобов'язань, головним чином цінних паперів, забезпечених іпотекою ABSPP (asset-backed securities purchase programme), та про подальше збільшення купівлі суверенних боргів країн зони євро PSPP (public securities purchase

programme). До того ж, для програми купівлі активів APP (asset purchase programme) було встановлено місячний ліміт операцій у розмірі 60 млрд євро, який у 2016 р. збільшено ще на 20 млрд євро і доведено до 80 млрд євро, причому до APP було включено програму з придбання облігацій компаній реального сектору країн євросони, які мають інвестиційний статус, номінованих у євро CSPP (corporate sector purchase programme). Водночас керівництво ЄЦБ наголошувало, що метою нового значного збільшення сум закупівлі цінних паперів у межах APP було "посилити вплив монетарної політики на фінансові умови в реальному секторі економіки" та сприяти підвищенню темпів інфляції до рівня трохи нижчого за 2% [9].

Загалом зазначені заходи сприяли збільшенню грошової маси, стали головним засобом щодо недопущення розгортання широкомасштабної економічної кризи і зростання безробіття, заради чого

систематично із використанням різних інструментів Європейський центральний банк власне і здійснював нарощування кількості грошей в обігу (рис. 3).

Таким чином, нетрадиційні інструменти монетарної політики Європейського центрального банку у процесі подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи та на етапі посткризового регулювання були спрямовані на реалізацію двох наступних ключових завдань.

По-перше, необхідність нормалізації умов функціонування банківського сектору та фінансових ринків. Здійснювані ЄЦБ для цього програми TLTRO та APP призвели до значного зростання ресурсної бази комерційних банків країн єврозони, а це, своєю чергою, сприяло активізації їхньої кредитної діяльності. Так, наприклад, кредитна підтримка ЄЦБ комерційних банків за програмою TLTRO призвела до збільшення строків залучення кредитних ресурсів у банківський сектор, зокрема, середній період запозичень комерційних банків у

Європейського центрального банку зріс із 130 днів у 2012 р. до 804 днів у 2015 р. Водночас реалізація програми APP прискорила процес зниження відсоткових ставок за борговими фінансовими інструментами, що полегшило розміщення банківських облігацій і знизило сукупний рівень витрат банків. Водночас політика ЄЦБ щодо зниження ринкових ставок на фінансових ринках мала відчутні негативні наслідки для банків єврозони, оскільки спричинила погіршення їхніх показників рентабельності. Хоча заради справедливості потрібно відзначити суттєву роль у цьому процесі також факторів, які не були пов'язані безпосередньо із заходами монетарного регулювання: зниження якості кредитного портфеля банків у деяких країнах ЄС, зростання простроченої заборгованості за виданими кредитами, високі операційні витрати і посилення конкуренції з боку небанківських кредитних установ. І хоч тенденція скорочення кредитних операцій комерційних банків єврозони, що спостерігалася у посткризовий період, була

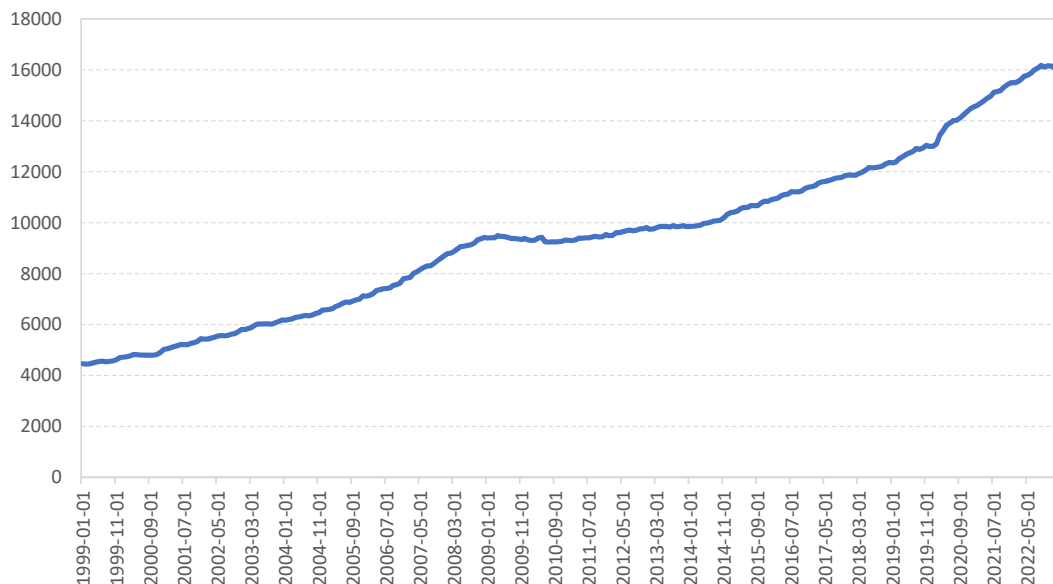


Рис. 3. Динаміка грошової маси єврозони за агрегатом М3, млрд євро [10]

призупинена, обсяги видачі банківських позичок відновлювалися доволі повільно, про що свідчила і динаміка кредитів приватному сектору.

По-друге, забезпечення поживлення ділової активності у реальному секторі економіки та зростання споживчого попиту з боку домогосподарств. Заходи нетрадиційної монетарної політики Європейського центрального банку сприяли збільшенню грошової маси в обігу, що розглядалося як важливий чинник стимулювання попиту на товари та інструмент протидії дефляційній спіралі. Утім на практиці суттєвого покращення господарської кон'юнктури у реальному секторі економіки країн євросони не відбулося. Також не реалізувалися надії прихильників грошової експансії на прискорення інфляції: сукупний індекс споживчих цін у країнах євросони який розраховує Євростат, стабільно тримався у посткризовий період біля нульової позначки і практично не реагував на надходження в обіг додаткової грошової маси. Аналогічно складалася ситуація і щодо стимулювання економіч-

ного зростання, оскільки квартальний показник динаміки темпів росту ВВП у 2013–2019 рр. коливався у вузьких межах (від -0,5% до +0,5%), а це свідчило про те, що монетарна політика мала слабкий вплив на процеси у нефінансовій сфері. Попри те, що в результаті оперативних вжитих антикризових заходів нетрадиційної монетарної політики вдалося загалом уникнути катастрофічних спадів виробництва, однак про відновлення докризової динаміки економічного росту і темпів зростання ВВП не йшлося (рис. 4).

Водночас у керівництві ЄЦБ було присутнє розуміння того, що віра в безмежні можливості монетарної політики без урахування ролі інших важливих економічних факторів неспроможна, адже серед причин, що перешкождали економічному відновленню країн ЄС, була присутня низка немонетарних факторів – зниження попиту на товари європейського виробництва, невизначеність, пов'язана з виходом Великої Британії з ЄС, незбалансованість окремих секторів економіки країн єврозо-

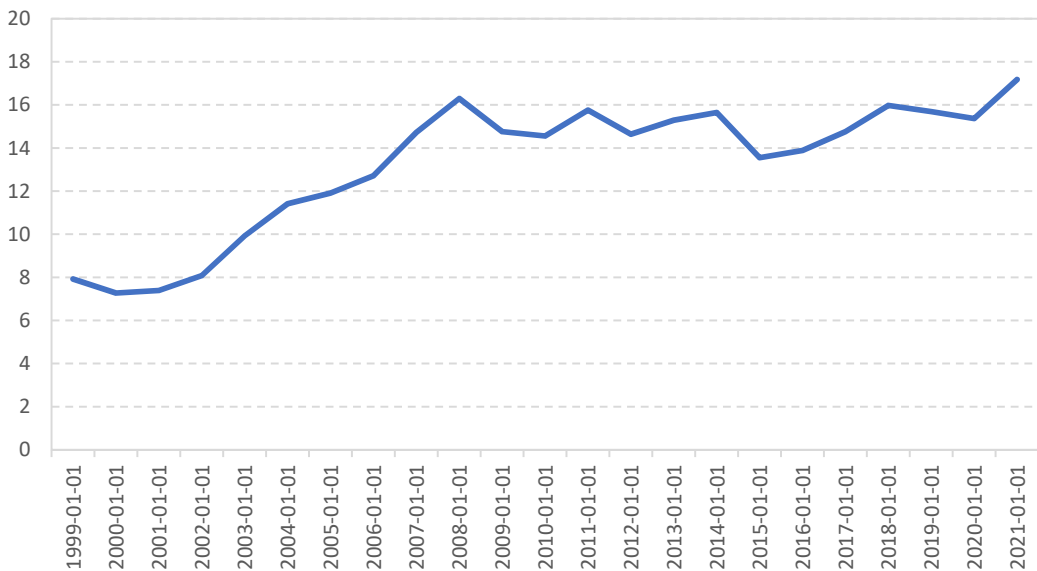


Рис. 4 Динаміка ВВП у країнах ЄС у 1999–2021 рр., трлн євро [11]

ни та повільне проведення структурних реформ [19].

Однак загалом реалізація вказаних вище двох завдань, по суті, відображає зміни у пріоритетах при виборі тих чи інших інструментів монетарної політики Європейського центрального банку. На початкових етапах кризи головними напрямками її подолання були надання кредитів комерційним банкам за фіксованими відсотковими ставками, розширення переліку активів, що можуть бути використані як застава, продовження термінів погашення операцій рефінансування. У подальший період посткризової стабілізації монетарне регулювання ЄЦБ засновувалося уже переважно на розширенні і урізноманітненні інструментів кількісного пом'якшення задля максимального сприяння подоланню рецесії, підтриманню зайнятості та недопущення боргової кризи в країнах зони євро.

Потрібно зазначити, що такі зміни у виборі пріоритетів серед інструментів монетарної політики Європейського центрального банку відображали об'єктивні реалії, за яких глобальна фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. й економічна динаміка посткризового періоду поставили під сумнів дієвість застосовуваного ЄЦБ основного режиму монетарного регулювання – інфляційного таргетування в умовах, коли світова економіка занурилася у рецесію, обсяги виробництва скорочувалися, безробіття зростало, державні доходи знижувалися, а провідні комерційні банки й інвестиційні компанії оголошували про своє банкрутство, що змушувало уряди розвинутих країн розпочати надання величезних рятувальних пакетів грошової допомоги. Тому продовжувати проводити чинну до того антиінфляційну політику вже не було можливості, адже ця політика в умовах, коли ознаки пожвавлення економіки слабкі, а центральному банку складно зробити вибір

між стерилізацією надлишкової ліквідності та необхідністю обслуговувати зростаючий сукупний борг, є серйозним гальмом економічного розвитку. Це призвело до усвідомлення обмеженості і недоликів як на рівні теорії, так і на практичному рівні діючого режиму таргетування інфляції.

За таких обставин Європейський центральний банк, як і центральні банки інших розвинутих країн, фактично почав діяти як маркет-мейкер останньої інстанції, перебравши на себе функції перерозподілу фінансових ресурсів у економіці шляхом реалізації державами масштабних програм кількісних пом'якшень, здійснюваних за рахунок бюджетних інструментів для порятунку від банкрутства великих банків і корпорацій, що в кінцевому підсумку призвело до світової тенденції зростання залежності грошово-кредитної політики центральних банків від фіскальної політики урядів, а можливості подальшої реалізації режиму інфляційного таргетування виявилися обмеженими. Адже в умовах стрімкого зростання державного боргу пріоритети багатьох в чому змінилися на користь процентної політики уряду, спрямованої не так на регулювання ціни грошей на фінансовому ринку, як на мінімізацію витрат держави та бізнесу за своїми борговими зобов'язанням.

Тому загалом діяльність Європейського центрального банку у період глобальної фінансово-економічної кризи і посткризового регулювання може слугувати ілюстрацією того процесу, як у міру розгортання кризових явищ на фінансовому ринку та настання рецесії відбувалася трансформація грошово-кредитної політики – від традиційних заходів центрального банку щодо підтримки банківської ліквідності як кредитора останньої інстанції до активних грошових інтервенцій, спрямованих на запобігання згорання банками кредитних операцій та

на стимулювання інвестиційного і споживчого попиту в реальному секторі.

Водночас, потрібно наголосити, що застосовувані Європейським центральним банком програми нетрадиційної грошово-кредитної політики сприяли певним успіхам у подоланні фінансової кризи та відновленні економіки країн єврозони, хоч і не такими темпами, як очікувалося. У фінансовій сфері було досягнуто зниження загального рівня процентних ставок, зокрема за довгостроковими фінансовими інструментами, підвищено рівні кредитної активності, відновлено динаміку ринків акцій, в економічній сфері – стабілізовано ціни, подолано негативні тренди на ринках праці й відновлено економічне зростання. Це дало можливість Європейському центральному банку у червні 2018 р., попри збереження від'ємних процентних ставок (-0,4%), заявити про намір розпочати поступову нормалізацію грошово-кредитної політики і зменшити обсяг чистих закупівель за програмою придбання активів із вересня 2018 р. до 15 млрд євро, а вже до кінця 2019 р. – відмовитися від них взагалі.

Разом із тим, досвід застосування “нестандартної” монетарної політики ЄЦБ у країнах єврозони показує, що ці дії хоча і сприяли стабілізації процесів функціонування банків і фінансових ринків, але не усунули низки серйозних проблем у банківській сфері. Що ж до кон'юнктури в реальному секторі економіки цих країн, то її поліпшення досягло значно скромніших результатів, порівняно із величезними масштабами грошових вливань ЄЦБ. Адже для цього, окрім власне дій самого Європейського центрального банку, потрібне було проведення великого комплексу структурних перетворень, спрямованих на підвищення продуктивності праці, зниження витрат виробництва, покращення інвестиційного клімату та вдосконалення методів

корпоративного управління. Такі структурні проблеми у подальшому найбільш повно проявили себе у процесі запровадження низки заборон і адміністративних обмежень господарської активності під час карантину, введеного у відповідь на коронавірусну кризу, коли монетарна політика Європейського центрального банку знову була розгорнута на подолання наслідків пандемії і недопущення посилення кризових явищ в економіці країн єврозони та дестабілізації фінансових ринків.

3. Монетарна політика подолання наслідків пандемічної кризи

У 2020 р. процеси, зумовлені пандемією коронавірусу, змусили уряди більшості країн вжити масштабних заходів щодо обмеження мобільності громадян і підприємницької активності, що своєю чергою, не могло не спричинити глибоку економічну кризу неринкового характеру, адже внаслідок карантинних обмежень були порушені міжнародні ланцюги постачання і виробництва продукції, що призвело до збою в господарській діяльності у глобальних масштабах, зумовлюючи скорочення торговельних зв'язків, зупинки виробництв, зниження прибутковості ведення бізнесу, скорочення графіку роботи або звільнення робочої сили. Крім того, кризові явища, спричинені пандемією, виявили суттєві дисбаланси у світовій фінансовій системі, які накопичувалися роками після глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. і які не вписувалися у традиційні теоретичні уявлення про механізм функціонування ринкових відносин, а саме: неможливість впливу на динаміку інвестицій і економічного зростання через зміну процентних ставок внаслідок їх надзвичайно низького, а то і негативного рівня (ліквідна пастка); відсутність девальваційних ефектів провідних резервних валют унаслідок зростання грошової маси, що обмежувало можливість стимулювання експорту і виробни-

чого росту; низький рівень інфляції і навіть прояви дефляційних тенденцій, незважаючи на збільшення ліквідності в економіці, що обмежувало перспективи активізації господарської діяльності; поява асиметрії у валютно-фінансовій системі єврозони, оскільки функціонування єдиної європейської валюти не сприяє об'єктивній оцінці ризику інвестування в різних країнах; значний ріст фондових індексів, навіть попри низькі темпи зростання економіки і збільшення рівня безробіття; наростання геополітичного суперництва, посилення тенденцій регіоналізму, протекціонізму й активізації державного втручання в економічні процеси.

Саме внаслідок дії зазначених глобальних дисбалансів Європейський центральний банк був істотно обмежений у застосуванні традиційних заходів підтримки економіки країн єврозони (передусім засобами процентної політики) та змушений був від початку пандемічної кризи активно використовувати також і нетрадиційні інструменти монетарного регулювання, які вже застосовувались до цього, під час попередньої кризи, зокрема, у вигляді кількісних пом'якшень через масоване придбання активів. При цьому монетарна політика в умовах пандемічної кризи, окрім своїх звичних цілей щодо забезпечення фінансової стабільності банківського сектору і грошового обігу, мала вирішувати ще одне важливе завдання, пов'язане із наданням достатніх грошових ресурсів банкам для кредитної підтримки бізнесу і домогосподарств задля збереження робочих місць і сприяння швидкому відновленню виробництва у реальному секторі після послаблення або повного припинення дії карантинних обмежень.

Вирішення цього завдання центральними банками провідних країн світу здійснювалося із використанням інструментарію монетарного впливу, котрий було напрацьовано на основі досвіду попередньої кризи

та доповнено такими засобами, як: кількісне пом'якшення, тобто операції центрального банку із придбання довгострокових фінансових активів у вигляді зобов'язань уряду і комерційних організацій; визначення цільових орієнтирів за ставками, що передбачає декларування зобов'язання підтримувати їх розмір на оголошеному рівні з метою передбачуваності монетарної політики та підвищення ефективності трансмісійного механізму; встановлення від'ємних процентних ставок, які стосуються залишків грошових коштів комерційних банків на рахунках у центральному банку, що повинно активізувати кредитний канал монетарної трансмісії.

Необхідність оперативного подолання економічних наслідків пандемічної кризи змусила Європейський центральний банк вдатися до активного застосування вже випробуваних інструментів нетрадиційної монетарної політики, задля чого вже у березні 2020 р. було запущено тимчасову програму PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), яка була покликана протидіяти серйозним ризикам, спричиненим спалахом коронавірусу COVID-19, і передбачала надання пакету екстреної економічної допомоги в умовах пандемії шляхом закупівлі приватних і державних цінних паперів в єврозоні спершу в розмірі 750 млрд євро з подальшим збільшенням до 1,85 трлн євро. Програма передбачала купівлю державного і приватного боргу в єврозоні орієнтовно на суму 80 млрд євро на місяць, передусім у Греції та Італії, на економіку яких коронавірус вплинув найбільше. Водночас нефінансові комерційні папери купувалися як в рамках програми PEPP, так і в рамках раніше запущеної програми з купівлі активів у корпоративному секторі (CSPP), а сам термін погашення цінних паперів державного сектору, відповідно до PEPP, становив від 70 днів до 30 років. Важливим моментом

цієї програми було те, що Рада керуючих ЄЦБ визначила можливість припинення купувати активи в рамках PEPP тільки тоді, коли вирішить, що кризова фаза COVID-19 завершена, але в будь-якому випадку не раніше кінця 2020 р. Згодом у міру розгортання пандемічної кризи Рада керуючих ЄЦБ ухвалила рішення про подовження терміну дії програми до кінця 2021 р. та збільшення масштабів закупівель за рахунок придбання корпоративних і державних цінних паперів. Таке рішення було зумовлене необхідністю заспокоїти фінансові ринки та інвесторів у зоні євро, сигналізуючи про твердий намір ЄЦБ щодо недопущення виходу ситуації з-під контролю та повторення минулої глобальної фінансово-економічної кризи і рецесії.

На доповнення до зазначеної програми Європейський центральний банк вжив низку заходів і в межах традиційної монетарної політики, зокрема у процесі реалізації відповідної політики щодо регулювання процентних ставок. Так, було ухвалено рішення про підтримку облікової ставки на рівні 0% річних, а також декларування її як головного орієнтира для суб'єктів ринку. Крім того, ЄЦБ підтримав встановлення для депозитів комерційних банків негативної ставки відсотка на рівні -0,5%, що, як і під час попередньої кризи, відображало намагання монетарної влади ЄС змінити мотивацію комерційних банків єврозони шляхом зниження у них зацікавленості в утриманні значних обсягів надлишкових резервів у центральному банку і стимулювати кредитування реального сектору економіки.

Важливим аспектом монетарної політики Європейського центрального банку в умовах пандемічної кризи слід вважати також низку безпрецедентних заходів, вжитих з метою активізації банківського кредитування. До них слід віднести наступні: по-перше, послаблення правил щодо додатко-

вих кредитних вимог ACC (Additional Credit Claims), тобто істотне зниження стандартів якості кредитів, які надавали банкам єврозони, в результаті чого можливості застави розповсюджувалися на більшу кількість активів, а відтак, комерційні банки могли нарощувати кредитування реального сектору, використовуючи операції рефінансування; по-друге, тимчасове послаблення вимог до капіталу комерційних банків, котрі могли використовувати накопичені за останні роки буфери ліквідності, що полегшувало можливості надання позик домогосподарствам і бізнесу у розмірі до 120 млрд євро; по-третє, активізація операцій із цільового довгострокового рефінансування TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) та LTRO (long-term refinancing operations), відповідно до умов яких обсяги коштів, які банки могли запозичити у ЄЦБ для надання кредитів фірмам і домогосподарствам, зросли більш ніж на 1 трлн євро, збільшуючи загальний ліміт рефінансування до 3 трлн євро при ставці на 0,25% нижче середньої ставки депозитів за період рефінансування з тим, щоб банки підтримували кредитування тих, хто найбільше постраждав від поширення коронавірусу, особливо малих і середніх підприємств; по-четверте, додаткові тимчасові операції з надання довгострокової ліквідності, у процесі яких ЄЦБ проводив аукціони з кредитування банків для підтримки фінансової стабільності єврозони і надання кредитів комерційним банкам зони євро за ставкою мінус 0,75%, що мало заохотити їх кредитувати малий бізнес.

Важливим аспектом протидії наслідкам пандемічної кризи стала також безпосередня підтримка монетарною владою ЄС реального сектору економіки шляхом розширення програми купівлі боргу у корпоративному секторі CSPP (Corporate Sector Purchase Programme), що передбачало

викуп комерційних паперів нефінансових компаній еврозони з метою забезпечити їх ліквідністю, необхідною для виплати заробітних плат і фінансування повсякденних операцій.

Реалізація антикризових програм, ухвалених національними урядами в умовах світової фінансової кризи та пандемічної кризи, призвела до суттєвих змін розміру та структури валюти балансу центральних банків провідних країн. Зокрема, Європейським центральним банком було здійснено перехід до реалізації широкого комплексу заходів нетрадиційної грошово-кредитної політики, спрямованої на надходження нових грошей в економіку, що призвело до збільшення балансу ЄЦБ, котрий досягнув рекордної величини – майже 9 трлн євро (рис. 5), порівняно із величиною валюти балансу на момент створення регулятора у 1999 р. – близько 700 млн євро.

Загалом розширення балансових рахунків Європейського центрального банку

за масштабністю можна порівняти із аналогічними діями ФРС США або Банку Англії у період кризи, що знаменує собою, по суті, появу нового, “балансового” каналу монетарної трансмісії як квінтесенції комплексу заходів, які застосовували центральні банки провідних країн у процесі реалізації кількісного пом’якшення і розширення грошової пропозиції. Але для ЄЦБ, стратегічною метою діяльності якого було виконання мандату щодо забезпечення цінової стабільності, таке зростання валюти балансу було значним і відображає фундаментальні зміни у формуванні підходів монетарної влади еврозони до обрання відповідного пріоритету та спрямованості грошово-кредитного регулювання.

Це головне спрямування монетарної політики Європейського центрального банку, як і центральних банків інших розвинутих країн, у період розгортання як пандемічної кризи, так і попередньої фінансової кризи, полягало у підтриманні домашніх госпо-

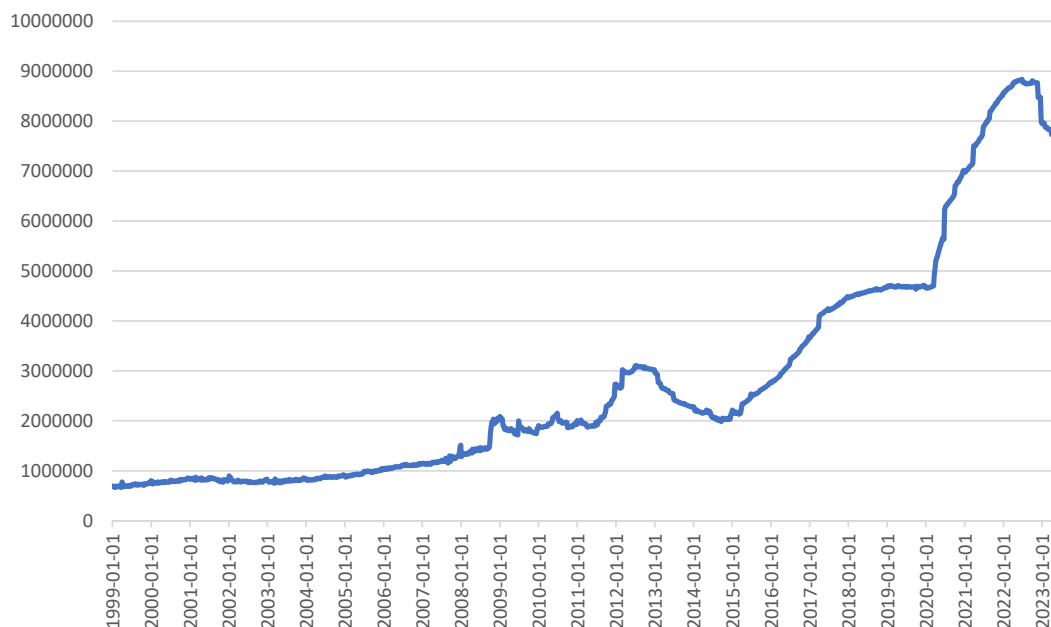


Рис. 5. Динаміка активів балансу Європейського центрального банку, млн євро [10]

дарств і бізнесів шляхом масованих вливань ліквідності через фінансові ринки або навіть безпосередньо у реальний сектор, заради чого було активізовано кількісні пом'якшення, запроваджено низку спеціалізованих програм фінансування, знижені процентні ставки та послаблені нормативні вимоги до банківських установ з тим, щоб полегшити надходження грошових коштів в економіку країн єврозони. При цьому важливо вказати на домінування серед інструментів монетарного регулювання ЄЦБ саме нетрадиційних засобів впливу. Потрібно відзначити також і докорінні зрушення у виборі пріоритетів серед інструментарію грошово-кредитної політики ЄЦБ, коли додатковий викуп державних цінних паперів у процесі реалізації кількісного пом'якшення було доповнено придбанням корпоративних облігацій, а такі засоби регулювання, як спрощення вимог до забезпечення кредитів, буферів капіталу і ліквідності з метою надання банкам додаткових фінансових ресурсів супроводжувалися безпрецедентними за масштабами програмами щодо безпосереднього кредитування реального сектору.

Таким чином, Європейський центральний банк, як і інші центральні банки провідних країн світу, відповідаючи на виклики глобальної фінансово-економічної кризи та пандемічної кризи, змушений був вдаватися до застосування трьох основних інструментів монетарного регулювання – зниження рівня процентних ставок на ринку, збільшення обсягів кредитування реального сектору економіки та нарощування обсягів грошової маси через придбання державних і корпоративних цінних паперів. Усі ці заходи здійснювались у рамках нових, нетрадиційних підходів до реалізації монетарної політики через активне нарощування балансу центрального банку та були спрямовані на підтримку через величезні обсяги грошових вливань реального

сектору і зайнятості в умовах, коли спершу фінансова криза, а згодом і пандемія завдавали величезної шкоди майже усім галузям економіки і видам бізнесу.

Висновки. Аналіз монетарної політики Європейського центрального банку за останні два десятиліття показав, що застосування у період розгортання двох глобальних криз широкомасштабних заходів фінансової підтримки банківського сектору, домогосподарств і бізнесу було виправданим і мало загалом позитивний ефект, дозволивши врешті взяти під контроль руйнівні тенденції та забезпечити поступову, хоча неповну та нестійку нормалізацію стану на фінансових ринках, а також створити передумови, хоча і недостатні, для подолання рецесії у реальному секторі економіки. Водночас у процесі розробки і реалізації антикризових заходів з'ясувалося, що передбачена мандатом ЄЦБ пріоритетна мета із забезпечення цінової стабільності є недостатньою і недієвою для побудови такого трансмісійного механізму, який дав би змогу під час криз забезпечити реалізацію більш важливих пріоритетів монетарного регулювання щодо підтримання фінансової стабільності і сталого економічного розвитку. За таких умов можливості застосування традиційної грошово-кредитної політики, по суті, вичерпали себе, адже дискретний механізм, на якому вона була побудована, містив внутрішні протиріччя, котрі відносно легко долалися за умов нормального циклічного розвитку ринкової економіки, однак виявили свою непридатність під час загострення кризових явищ на фінансових ринках. Так, якщо ЄЦБ, прагнучи реалізувати свій мандат із забезпечення стабільності цін, обмежує зростання кредитів та вартості активів, то він тим самим стримує темпи економічного розвитку в усіх країнах зони євро, а коли ж проводиться ліберальна процентна політика, орієнтована на стимулювання економічної активності та

кредитну експансію, то це сприяє зростанню цін на активи або надуванню фінансових бульбашок, що породжує тенденції до підризу основ фінансової стабільності.

Тому за умов, коли кризові процеси в економіці зумовлені не звичайним спадом у межах зміни фаз традиційного ділового циклу, а екстраординарними явищами типу краху глобальних фінансових ринків через іпотечну бульбашку у США або руйнуванням звичних економічних зв'язків через жорсткі карантинні обмеження в умовах пандемії, практична реалізація традиційних інструментів центрального банку через зміну процентної ставки і механізми рефінансування виявилася малоефективною для подолання всеосяжного впливу кризових явищ на економіку і фінансову систему. Крім того, докорінні структурні зрушення у світовій економіці та глобальні фінансові дисбаланси, які загострилися у період кризових явищ, сприяли тому, що традиційна, дискретна форма монетарної політики ЄЦБ, як і центральних банків інших розвинених країн світу, поступово еволюціонувала в нетрадиційну грошово-кредитну політику як форму антициклічного і антикризового широкомасштабного державного регулювання, спрямованого на подолання рецесії в реальному секторі економіки і недопущення дестабілізації фінансових ринків.

Заходи кількісного пом'якшення й активної кредитної підтримки фінансового і реального секторів економіки, результатом чого стало безпрецедентне розширення балансу ЄЦБ, – це, по суті, нова ера у системі монетарного регулювання, яка визначає докорінну зміну ролі центральних банків у всій фінансовій архітектурі, формує ключові позиції грошово-кредитної політики у процесі протидії розгортанню в економіці кризових явищ внутрішнього чи глобального походження. У такій архітектурі важливим слід вважати, що не наскільки

істотними є за обсягами заходи фінансової підтримки банків, домогосподарств і бізнесу, а сам факт гарантованості і періодичності надання такої допомоги з боку держави і центрального банку в умовах розгортання кризових явищ. А це означає необхідність всеосяжного перегляду як стратегії, так і набору інструментів грошово-кредитної політики, яка відтепер не повинна замикатися винятково на одній меті щодо досягнення певного рівня інфляції, ігноруючи не менш важливі завдання подолання рецесії і стимулювання зайнятості. Адже падіння сукупного попиту залишає простір саме для стимулюючої монетарної політики, яку проводять за допомогою як традиційних, так і нетрадиційних інструментів.

Таким чином, здійснювану Європейським центральним банком стимулюючу грошово-кредитну політику навіть у нетрадиційний спосіб на сьогодні слід вважати цілком виправданою, виходячи із зміни її пріоритетів відповідно до нагальних вимог подолання економічних наслідків як глобальної фінансової кризи, так і пандемічної кризи шляхом активної кредитної підтримки банківського сектору, домашніх господарств і бізнесу. Адже, по суті, йдеться про істотне розширення мандату центрального банку, коли того вимагають нагальні економічні обставини, оскільки механічне “зациклення” Європейського центрального банку, які і центральних банків інших країн, винятково на дотриманні мандату щодо забезпечення стабільності цін, не дало б змогу реалізувати ті заходи кредитної підтримки економіки, які не дозволили світовому господарству скотитися у прірву, зіставну із крахом періоду Великої депресії. Очевидно, що в умовах всеосяжного економічного спаду позитивно слід оцінювати вжиті Європейським центральним банком стимулюючі заходи, спрямовані на створення додаткового попиту, що забезпечує не лише

підтримання зайнятості і розширення пропозиції на ринку праці, а й допомогу господарюючим суб'єктам шляхом надання їм необхідної ліквідності, внаслідок чого відновлюється неперервність ділового циклу й економічне зростання.

Перспективами подальших досліджень із цієї теми слід вважати пошук шляхів розширення й оптимізації набору інструментів монетарного регулювання, що є у розпорядженні центральних банків, з тим, щоб успішно протидіяти розгортанню кризових явищ в економіці, спричинених внутрішніми чи зовнішніми шоками, коли автоматичні стабілізатори ринкового механізму перестають діяти та з'являються усе нові виклики у вигляді глобальних дисбалансів економічного розвитку чи асиметрії у валютно-фінансовій системі. У цих умовах ефективно застосування центральними банками як традиційних інструментів монетарного регулювання, так і нових нетрадиційних засобів грошово-кредитної політики виступає необхідною умовою успішного застосування всього комплексу державного впливу на економіку з метою недопущення негативних наслідків кризових явищ, забезпечення економічного процвітання та суспільного добробуту.

Список використаних джерел

1. Ariccia G., Rabanal P., Sandri D. *Unconventional monetary policies in the Euro Area, Japa, and the United Kingdom. Journal of Economic Perspectives*. 2018. Vol. 32, № 4. P. 147–172.
2. Borio C., Disyatat P. *Unconventional monetary policies: an appraisal. Bank for International Settlements Working Papers*. 2009. № 292. 29 p.
3. Bulligan G., Monache D. *Financial market effects of ECB unconventional monetary policy announcements. Banca d'Italia Working Papers*. 2018. № 424. 30 p.
4. Cassola N., Kok C., Mongelli F. *The ECB after the crisis: existing synergies among monetary policy, macroprudential policies and banking supervision. European Central Bank Working Paper Series*. 2019. № 237. 67 p.
5. Cecioni M. *ECB monetary policy and the euro exchange rate. Banca d'Italia Working Papers*. 2018. № 1172. 52 p.
6. Claeys G., Leandro A. *The European Central Bank's Quantitative Easing Programme: limits and risks. Bruegel Policy Contribution*. 2016. № 4. 14 p.
7. *Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union. Official Journal of the European Union*. 2012. № 326. P. 47–199.
8. Corbisiero G., Lawton N. *The ECB's review of its monetary policy strategy. Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin*. 2021. № 04. 37 p.
9. *Economic and monetary developments. ECB Economic Bulletin*. 2016. № 2. URL : https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201602.en.html#IDofChapter1_4.
10. European Central Bank. URL : <https://www.ecb.europa.eu>.
11. Eurostat. URL : <https://ec.europa.eu/eurostat/>.
12. Fratzscher M., Rieth M. *Monetary policy, Bank bailouts and the sovereign-Bank Risk Nexus in the Euro Area. Review of Finance*. July 2019. P. 745–775.
13. Hetzel R.L. *ECB Monetary policy in the recession: A New Keynesian (Old Monetarist) Critique. Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper*. 2013. № 13-07. 43 p.
14. Lerven F. *Quantitative easing in the Eurozone: a one-year assessment. Intereconomics*. 2016. Vol. 51, № 4. P. 237–242.
15. Luigi C., Feldkircher M., Poyntner P., Schuberth H. *Effects of the ECB's unconventional monetary policy on real and financial wealth. Oesterreichische Nationalbank Working Paper Series*. 2019. № 286. 50 p.
16. Neri S., Siviero S. *The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks. Credit and Capital Markets*. 2018. Vol. 51, Iss. 4. P. 513–560.

17. Seidl C. Inflation: thruway of ECB's monetary policy. *Journal of Economic Analysis*. 2023. № 2 (1). P. 1–15.

18. Soenen N., Vennet R. ECB monetary policy and bank default risk. *Ghent University Working Paper*. 2021. № 997. 42 p.

19. Structural reforms in the euro area. Introductory remarks by Mario Draghi, President of the ECB, at the ECB conference "Structural reforms in the euro area", Frankfurt am Main. 18 October 2017. URL : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171018.en.html>.

20. The ECB's enhanced credit support. Key-note address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the University of Munich. 13 July 2009. URL : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>.

21. Tortola P.D. The politicization of the European Central Bank: what is it, and how to study it? *Journal of Common Market Studies*. 2020. Vol. 58, № 3. P. 501–513.

22. Tuori K. The ECB's quantitative easing programme as a constitutional game changer. *Maasticht Journal of European and Comparative Law*. 2019. Vol. 26 (1). P. 94–107.

23. Zumbini F. Some contradictions in the quantitative easing of the European Central Bank. *Italian Journal of Public Law*. 2020. Vol. 12, Iss. 2, P. 260–274.

References

1. Ariccia, G., Rabanal, P., Sandri, D. (2018). Unconventional monetary policies in the Euro Area, Japan and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 147–172 (Vol. 32).

2. Borio, C., Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: an appraisal. *Bank for International Settlements Working Papers*, 292, 29.

3. Bulligan, G., Monache, D.. (2018). Financial market effects of ECB unconventional monetary policy announcements. *Banca d'Italia Working Papers*, 424, 30.

4. Cassola, N., Kok, C., Mongelli, F. (2019). *The ECB after the crisis: existing synergies among*

monetary policy, macroprudential policies and banking supervision. European Central Bank Working Paper Series, 237, 67.

5. Cecioni, M. (2018). ECB monetary policy and the euro exchange rate. *Banca d'Italia Working Papers*, 1172, 52.

6. Claeyss, G., Leandro, A. (2016). The European Central Bank's Quantitative Easing Programme: limits and risks. *Bruegel Policy Contribution*, 4, 14.

7. Consolidated version of the treaty on the functioning of the European Union (2012). *Official Journal of the European Union*, 326, 47–199.

8. Corbisiero, G., Lawton, N. (2021). The ECB's Review of its Monetary Policy Strategy. *Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin*, 4, 37.

9. Economic and monetary developments (2016). *ECB Economic Bulletin*, 2. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201602.en.html#IDofChapter1_4.

10. European Central Bank. Available at: <https://www.ecb.europa.eu>.

11. Eurostat. Available at: <https://ec.europa.eu/eurostat/>.

12. Fratzscher, M., Rieth, M. (2019). Monetary policy, Bank Bailouts and the Sovereign-Bank Risk Nexus in the Euro Area. *Review of Finance*, July, 745–775.

13. Hetzel, R.L. (2013). ECB Monetary policy in the recession: A New Keynesian (Old Monetarist) Critique. *Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper*, 13–07, 43.

14. Lerven, F. (2016). Quantitative easing in the Eurozone: a one-year assessment. *Intereconomics*, 4, 237–242 (Vol. 51).

15. Luigi, C., Feldkircher, M., Poyntner, P., Schuberth, H. (2019). Effects of the ECB's unconventional monetary policy on real and financial wealth. *Oesterreichische Nationalbank Working Paper Series*, 286, 50.

16. Neri, S., Siviero, S. (2018). The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks. *Credit and Capital Markets*, 4, 513–560 (Vol. 51).

17. Seidl, C. (2023). *Inflation: thruway of ECB's monetary policy*. *Journal of Economic Analysis*, 2 (1), 1–15.

18. Soenen, N., Vennet, R. (2021). *ECB monetary policy and bank default risk*. *Ghent University Working Paper*, 997, 42.

19. *Structural reforms in the euro area (2017)*. Introductory remarks by Mario Draghi, President of the ECB, at the ECB conference “Structural reforms in the euro area”, Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171018.en.html>.

20. *The ECB's enhanced credit support (2009)*. Keynote address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the University of Munich. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>.

21. Tortola, P.D. (2020). *The Politicization of the European Central Bank: what is it, and how to study it?* *Journal of Common Market Studies*, 3, 501–513 (Vol. 58).

22. Tuori, K. (2019). *The ECB's quantitative easing programme as a constitutional game changer*. *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 26 (1), 94–107.

23. Zumbini, F. (2020). *Some contradictions in the quantitative easing of the European Central Bank*. *Italian Journal of Public Law*, 2, 260–274 (Vol. 12).