

<https://doi.org/10.15407/socium2019.03.046>  
УДК 336.051

*Шелудько Н.М.*, д-р екон. наук, завідувач відділу грошово-кредитних відносин ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011, Україна, email: n.sheludko@ukr.net, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>

## ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ: ВИСНОВКИ ДЛЯ УКРАЇНИ<sup>1</sup>

Розглянуто грошово-кредитну політику провідних центробанків світу, яку було застосовано для подолання світової фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. Розвинуті країни, які сьогодні є світовими технологічними лідерами, змогли подолати цю кризу, насамперед, за допомогою нетрадиційного інструментарію грошово-кредитної політики, що складається з кількісних пом'якшень з відповідним прискореним нарощенням зобов'язань центробанків; фактично підтримання множинності їх цілей, у тому числі щодо забезпечення фінансової стабільності та зниження рівня безробіття; розширеної участі центробанків у фінансуванні бюджетних дефіцитів урядів. Вжиті заходи сприяли подоланню рецесії в розвинутих країнах і переходу на траєкторію економічного зростання. Нинішня практика нормалізації грошово-кредитної політики, яку започаткували в США, передбачає поступове підвищення ключової процентної ставки і згорання балансів центробанків. Проте фактично у багатьох розвинутих країнах практика нетрадиційної грошово-кредитної політики все ще зберігається і є важливим чинником, що визначає тенденції розвитку глобальної економіки. У цілому результати цієї політики можна оцінювати по-різному, але для України важливим є висновок щодо релевантності у питаннях реалізації грошово-кредитної політики для стимулювання розвитку економіки. Глобальна нестабільність, яка дедалі виразніше детермінується торговельними війнами та іншими формами протекціонізму глобальних економік, формує виклики (насамперед, у частині збереження/нарощення експортного та виробничого потенціалу). Для економіки України, яка є уразливою до зовнішніх шоків, зазначені фактори в поєднанні з внутрішніми осередками нестабільності формують комплекс складних завдань, зокрема в частині припинення подальшої втрати інвестиційного потенціалу, на вирішення яких має бути раціонально спрямований інструментарій грошово-кредитної політики.

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

*Sheludko N.M.*, Dr. Habil. (Economics), head of the department of monetary relations, Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Sciences of Ukraine, 26, Panasa Myrnoho Str., Kyiv, 01011, Ukraine, email: n.sheludko@ukr.net, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-6936-3158>

## MONETARY POLICY IN THE CONDITIONS OF GLOBAL INSTABILITY: CONCLUSIONS FOR UKRAINE

The paper considers the monetary policy of leading world central banks that have been used to overcome the global financial and economic crisis in 2008-2009. Advanced developed countries, which are current world's technological leaders, managed to overcome this crisis, primarily through monetary mechanisms. For this purpose, a non-traditional monetary policy was invented and applied for the first time. It included the following: quantitative easing with a corresponding rapid growth of

<sup>1</sup> Статтю підготовлено в рамках цільової комплексної програми наукових досліджень НАН України “Соціально-економічний розвиток України в умовах глобальної нестабільності”.

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

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

Десятиріччя тому для подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи органи монетарної влади США та інших розвинутих країн задіяли нетрадиційний інструментарій грошово-кредитної політики (*unconventional policy tools*)<sup>2</sup>. І хоча така політика створила певні проблеми (насамперед, в частині посилення боргової складової державних фінансів багатьох країн), макродинаміка США, країн ЄС, Китаю свідчить про те, що вдалося переломити несприятливі тенденції: в США з червня 2009 р. і дотепер триває економічне піднесення, незважаючи на загострення торговельних протиріч з США, достатньо високі темпи приросту ВВП демонструє Китай [3]. За даними Євростату, ВВП ЄС у 2017 р. зріс на 2,5%, безробіття знижується, у тому числі в найпроблемніших країнах ЄС.

В Україні догматика грошово-кредитної політики впродовж останніх років обґрунтовано вважається обмежуючим фактором економічного розвитку [4; 5]. З огляду на, з одного боку, погіршення перспектив глобальної економіки<sup>3</sup>, а з іншого, – ту обставину, що країна пройшла складний період політичної турбулентності, доцільно зосередити увагу на світовому досвіді раціональності та прагматизму рішень у частині грошово-кредитного регулювання, які дозволили у складних умовах забезпечити економічне відновлення і зростання.

**Метою статті** є узагальнення особливостей і трендів грошово-кредитного регулювання у країнах ЄС, Китаї та США в умовах глобальної нестабільності та обґрунтування раціональних орієнтирів для грошово-кредитної політики в Україні.

<sup>2</sup> Зокрема, масштаби дій ФРС США у цьому напрямі навіть дали підстави стверджувати про фактичне її перетворення "... на гігантський фінансовий орган централізованого планування" [1] (Див. докладніше: [2]).

<sup>3</sup> Darkening Prospects: Global Economy to Slow to 2.9 percent in 2019 as Trade, Investment Weaken. URL: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2019/01/08/darkening-prospects-global-economy-to-slow-to-29-percent-in-2019-as-trade-investment-weaken/>

**Грошово-кредитне стимулювання економічного відновлення: досвід країн ЄС<sup>4</sup>.**

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

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

По-перше, європейські країни, які входять до валютного союзу (EMU)<sup>5</sup>, позбавлені можливості використання плаваючих валютних курсів національних валют для коригування макроекономічних дисбалансів.

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

Особливо наочно це проявилось під час європейської кризи суверенних боргів – явища, інспірованого фінансовою кризою у США<sup>6</sup>.

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

По-третє, принципове значення має незавершеність інституційної структури та фрагментарність механізмів управління в EMU<sup>7</sup>, а останнім часом – відцентрові тенденції (йдеться про Brexit).

<sup>4</sup> Див. докладніше: [2].

<sup>5</sup> Нині більшість країн ЄС (19 з 28) входять до єврозони, що дозволяє їм використовувати єдиний монетарний механізм регулювання економічного розвитку шляхом визначення обсягів грошової емісії та рівня ключової процентної ставки. Право на використання цього механізму належить ЄЦБ, найпершим завданням якого є збереження цінової стабільності.

<sup>6</sup> Крім того, банки з найсильніших європейських економік також несуть свою частку відповідальності за поширення цієї “хвороби” зі США до Європи, оскільки вони також робили масові інвестиції в структуровані фінансові продукти.

<sup>7</sup> Зокрема, хоча питання загальноєвропейського банківського нагляду і бюджетних правил активно обговорювалися ще під час підготовки EMU, вони так і залишились у компетенції національних

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

Дії ЄЦБ<sup>8</sup> повинні сприяти вирішенню проблем фінансової фрагментації та низькій інфляції. В умовах, коли Федеральна резервна система (ФРС) США завершила програми кількісного пом'якшення у жовтні 2014 р., в 2017 р. тричі піднімала процентну ставку, а в 2018 р. – чотири рази (за підсумками січневого засідання 2019 р., ключова ставка залишена на рівні 2,25–2,5%), ЄЦБ націлений на збереження нульової процентної ставки<sup>9</sup> і не буде реінвестувати грошові кошти від погашення викуплених облігацій.

Важливе значення для вирішення теперішніх проблем єврозони має також подальше просунення структурних реформ. Зокрема, слід залучати альтернативні джерела фінансування, особливо для МСП, які стикаються з проблемами в частині доступу до банківського кредитування. Необхідними є заходи щодо стимулювання попиту й усунення специфічних для окремих країн структурних недоліків, особливо у сфері молодіжного безробіття.

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

---

урядів, що з часом стало джерелом багатьох проблем, зокрема теперішніх суперечок між Францією та Німеччиною з приводу дотримання вимог Маастрихтських угод щодо граничного дефіциту бюджету, між центром і периферією ЄС щодо цілей і методів економічної політики тощо. Усе це зумовило необхідність подальшого просування європейських інтеграційних процесів, тепер уже в напрямі реалізації концепції чотирьох союзів ("4-Unions") – бюджетного, банківського, економічного та політичного [6].

<sup>8</sup> ЄЦБ у грудні 2018 р. підтвердив наміри скорочення кількісного пом'якшення, за час дії якого регулятор скупив облігацій (суверенних і корпоративних) на 2,6 трлн євро. Крім того, Єврокомісія розробила пакет заходів, спрямованих на збільшення використання євро в таких стратегічних сферах як енергетика, сировинні товари, літакобудування (зараз понад 80% імпортованих ЄС енергоресурсів обслуговується в доларах).

<sup>9</sup> Єврозоні (особливо периферійним країнам, для яких розширення експортного потенціалу залишається вагомим фактором економічної стабілізації) вигідний дешевий євро – слабка валюта сприяє збільшенню позитивного сальдо рахунку поточних операцій.

індустріалізації тощо. З огляду на це, ЄС поки що продовжує поступово відставати від своїх головних конкурентів.

**Грошово-кредитне стимулювання економічного зростання в США**<sup>10</sup>. Як уже зазначалось, через фінансову кризу 2007–2008 рр. і необхідність подолання її наслідків наприкінці 2008 р. ФРС першою у світі перейшла до стимулювання економіки за допомогою нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики в умовах, коли можливості традиційного інструментарію фактично вже були вичерпані (ефективна ставка за федеральними фондами вже практично була нульовою і надалі зменшуватись не могла).

Йдеться, насамперед, про так зване кількісне пом'якшення (*Quantitative Easing – QE*), у рамках якого здійснювався викуп різних активів, зокрема, облігацій іпотечних агентств і казначейських облігацій, а також проведення операцій “твіст” (*Operation Twist*) – заміщення у портфелі ФРС короткострокових паперів довгостроковими.

Застосування комплексу цих заходів зумовило розширення та зміну структури балансу ФРС та певною мірою вплинуло на різні сфери економічної та фінансової активності як у США, так і всьому світі.

Завдяки використанню цих підходів ФРС вдалося досягти своєї проміжної мети (зниження загального рівня ставок, у тому числі за довгостроковими фінансовими інструментами). Цей ефект мав місце для широкого кола інструментів і не був обмежений виключно тими, які безпосередньо брали участь у програмах ФРС з викупу цінних паперів. І хоча найсуттєвіші зниження доходності казначейських облігацій припадали на періоди між раундами кількісного пом'якшення, аналіз показує, що за відсутності таких заходів рівні доходності за цими інструментами могли б бути значно вищими<sup>11</sup>.

Щодо стримуючих чинників, то серед них Дж. Єллен, колишня голова Ради керуючих ФРС, називала, насамперед, обмеження у сфері фіскальної політики [11].

Незважаючи на безпрецедентні вливання ліквідності в економіку у відповідь на фінансову кризу, ФРС вдалося забезпечити досить стабільну динаміку індексу споживчих цін у 2010–2014 рр. (у середньому – менше ніж 2%). Інфляційні очікування також залишалися поблизу встановленої регулятором мети.

Водночас кредитна активність в США залишалася відносно слабкою, що було пов'язано з проблемами як з боку попиту, так і з боку пропозиції. Дії ФРС виявилися недостатньо ефективними в умовах, коли більшість економічних агентів прагнули знизити рівень боргового навантаження. Відносна слабкість іпотечного та споживчого

<sup>10</sup> Див. докладніше: [2].

<sup>11</sup> Це підтверджується низкою досліджень, в яких були отримані кількісні оцінки впливу вжитих заходів на економічне зростання у США. Так, в одному з них [7] показано, що завдяки першим двом раундам кількісного пом'якшення у середині 2012 р. реальний ВВП США був на 3% вищим, ніж за відсутності стимулюючих заходів з боку ФРС. Оцінюючи виключно наслідки другого раунду кількісного пом'якшення (коли обсяги вливань ліквідності були приблизно у 3 рази меншими, ніж надані у ході першого раунду) в іншому дослідженні вчені отримали зіставні результати: зростання ВВП на 1% через 2 роки після початку дії програми [8]. Також існують інші оцінки внеску грошово-кредитної політики в прискорення економічного зростання [9; 10].

кредитування (особливо кредитування під заставу нерухомості) гальмувала зростання споживчих витрат домашніх господарств.

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

Проте таке досить швидке зростання фондового ринку мало й подальше збільшення фінансових ризиків в економіці США. Так, після тривалого періоду низьких процентних ставок корпоративна заборгованість зросла майже до 47% ВВП (що перевищує рівень 2008–2009 рр.). Крім того, як наголошують експерти аналітичного підрозділу видання “*The Economist*”, впала якість боргу – понад половину корпоративного боргу в США має низький рейтинг (BBB). Фахівці *Moody's Analytics* [12] у своїх оцінках поділяють думку, що нестабільність в економіці США можуть спричинити ризикові борги нефінансових корпорацій (у сумі зі “сміттєвими” корпоративними облігаціям борги наближаються до 2,7 трлн дол.).

Таким чином, досвід США демонструє, що адекватне та раціональне використання інструментарію грошово-кредитної політики, навіть у складних кризових умовах, може надати позитивний імпульс для відновлення національної економіки та її переходу на траєкторію зростання. Проте навіть при найбільш професійному й успішному використанні інструментів грошово-кредитної політики вони дозволяють забезпечити лише часткове відновлення економічного зростання – за умови, якщо базова модель функціонування економіки залишається незмінною. З цієї причини інструментарій грошово-кредитної політики не може розглядатись як самодостатній засіб “лікування” економіки після системних криз. Потрібні зміни також у механізмах функціонування реального сектору економіки, пов'язані з прискоренням впровадження інновацій, нових продуктів і процесів, створенням нових високотехнологічних робочих місць тощо.

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

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

ки, що спричиняло додаткове навантаження на грошово-кредитну політику та посилювало її ризики.

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

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

Очевидно, що саме брак такої взаємної довіри в Україні та відсутність "довгих" правил поведінки економічних суб'єктів, не завжди професійні дії<sup>12</sup> у сфері грошово-кредитної політики та пов'язане з цим несприятливе інституційне середовище, є одним з головних викликів, що стоять перед НБУ [13; 14].

**Грошово-кредитне стимулювання економічного зростання: досвід Китаю.** Стрімке зростання китайської економіки упродовж останніх десятиріч підтримувалося значною мірою за рахунок високої інвестиційної компоненти при директивному плануванні кредитних вкладень. При цьому обмінний курс юаня штучно занижувався, що стимулювало експорт товарів і послуг "глобальної фабрики світу".

Будівництво інфраструктури, зокрема нових міст для мігрантів із сільської місцевості, зайнятих у виробничому секторі, у комплексі з директивним розподілом кредитних ресурсів і заниженою процентною ставкою спричинило значні дисбаланси: насамперед, в частині рівнів заборгованості нефінансових корпорацій і насе-

<sup>12</sup> Зокрема, так зване "очищення" – безпрецедентне скорочення кількості банків, яке розпочалося у кінці 2013 р. Цей захід став першим етапом реалізації Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року, яким передбачалось "очищення" фінансового сектору – кардинальне вирішення проблеми "баластів" минулого, виведення з ринку недобросовісних гравців, розкриття власників учасників фінансового сектору. Проте на практиці масова ліквідація банків виявилася мало схожою на "переформатування" банківського сектору, оскільки в умовах економічної нестабільності процес агресивного виведення банків з ринку негативно вплинув на інші сектори економіки. Зокрема, безпосередніми наслідками виведення такої кількості банків з ринку стало стиснення кредитного потенціалу банківського сектору, відплив депозитів, погіршення фінансового стану підприємств, різке зростання фінансового навантаження на ФГВФО та держбюджет (докладніше див.: [13]).

лення, “буму” кредитування, результатом якого стало стрімке зростання цін на нерухомість<sup>13</sup>.

У довгостроковій перспективі відхід Китаю від моделі економічного розвитку, заснованої на експорті та інвестиціях (експортно-орієнтована модель економіки), має спричинити нижчі, але стійкіші темпи зростання (у 2013 р. економічне зростання сповільнилося і становило 7,7%, за попередніми оцінками, у 2018 р. ВВП зріс на 6,6%, у 2019 р. темпи зростання очікуються близько 6,2% [16]).

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

Наразі влада КНР усвідомлює, що будь-яка масштабна програма стимулювання економічного зростання буде менш ефективною в умовах недостатньо раціонального використання капіталів, яке стає дедалі помітним. Крім того, повернення до екстенсивної моделі стимулювання економічного зростання може знизити можливості подальшого проведення реформ і поставити під сумнів їх ефективність. Тому акцент робиться на розвитку окремих секторів, які вважаються пріоритетними та дійсно потребують інвестицій. Відповідно, грошово-кредитна політика повинна враховувати ці специфічні обставини й одночасно підтримувати декілька цілей: помірно низьку інфляцію (контроль за якою має найвищий пріоритет), достатні темпи економічного зростання, високий рівень зайнятості та відносно низький – безробіття, активний платіжний баланс.

Якщо донедавна Китай, у тому числі завдяки утриманню стабільно низького курсу юаня, був світовим центром офшорінгу та майстернею з виготовлення багатьох видів продукції, нині його пріоритети зміщуються у бік глобального домінування, свідченням чому є проєкти “Один пояс – один шлях”, “Зроблено в Китаї – 2025”.

Для досягнення таких амбітних цілей при збереженні соціально-політичної стабільності Китаю доведеться при вирішенні проблем забезпечення подальшого стабільного зростання, подолання бідності та збільшення доходів населення покладатися не на зовнішні, а на внутрішні ринки, розвиток сфери послуг, внутрішнє споживання й попит, тобто по суті – на нову більш інтенсивну модель економічного зростання.

У забезпеченні переходу на таку модель важливе значення має грошово-кредитна політика, яка у комплексі з іншими інструментами регулювання економіки спрямована

<sup>13</sup> Експерти звертають увагу на той факт, що середня вартість квадратного метра в Пекіні наближається до 9 тис. дол. (що є співставним з Нью-Йорком). Медіанна ж ціна об'єкта нерухомості на китайському ринку становить 182 тис. дол. (у США медіанна ціна будинку складає 258 тис. дол.). Це при тому, що ВВП на душу населення в США у 6,5 раза є вищим [15]. За оцінками McKinsey, загальний борг нефінансових корпорацій і домогосподарств у КНР з 2007 р. по 2017 р. збільшився зі 117% ВВП до 210% ВВП (Див.: Visualizing global debt. URL: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/visualizing-global-debt>).



на досягнення макроекономічної та фінансової стабільності, ефективне розміщення ресурсів й амортизацію шоків внутрішнього та зовнішнього походження.

Зокрема, Китай активно розширює сферу використання своєї національної валюти. Досягнутий Китаєм прогрес у напрямі інтернаціоналізації юаня (включення з 01.10.2016 р. в кошик резервних валют МВФ<sup>14</sup>) та удосконалення локальної інфраструктури фінансових ринків, з одного боку, сприятиме подальшому попиту суверенних і приватних інвесторів на активи, номіновані в китайській валюті, а з іншого, – породжує ризики контролю за валютним курсом і впливу капіталу<sup>15</sup>.

В останні роки уряд КНР і Народний банк Китаю приділяють багато уваги ринковій трансформації грошово-кредитної політики, що спростило доступ до китайських фінансових ринків і слугувало укріпленню зв'язків між китайськими й міжнародними інвесторами. Тим не менше, нинішні умови реалізації грошово-кредитної політики Китаю мають певну специфіку.

У 2019 р. монетарна влада Китаю більше уваги приділяє забезпеченню фінансової стабільності шляхом пошуку балансу між стимулюванням економічного розвитку та зниженням боргового навантаження в економіці. У рамках першого завдання Китай вже переглянув позицію щодо вкладень у казначейські облигації США, а Народний банк Китаю упродовж 2018 р. неодноразово переглядав вимоги до банків щодо резервування у бік зниження. У рамках контролю за борговим навантаженням в економіці в Китаї були запроваджені жорсткіші умови в сегменті кредитування *P2P*, наслідком чого, з огляду на масштаби такого кредитування, можуть стати певні деструкції.

Розглядаються також питання розміщення крупних замовлень (здійснення закупівель) у тих китайських компаній, які “постраждали” внаслідок посилення жорсткості торговельної політики США<sup>16</sup>.

Імовірно, у найближчі роки Народний банк Китаю намагатиметься продовжувати проводити стимулюючу грошово-кредитну політику. Проте вона буде затиснута у “лещатах” протиріч, зумовлених необхідністю стимулювати економічний розвиток і послаблювати проблему боргового навантаження. Зокрема, регулятор повинен брати до уваги те, що надлишок виробничих потужностей як результат прискореного розвитку минулих років спричиняє дефляційні та інші несприятливі тенденції, які посилюються у зв'язку з недостатньою збалансованістю фінансової системи, загрозливим зростан-

<sup>14</sup> IMF Launches New SDR Basket Including Chinese Renminbi, Determines New Currency Amounts. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/09/30/AM16-PR16440-IMF-Launches-New-SDR-Basket-Including-Chinese-Renminbi>

<sup>15</sup> Зокрема, за даними Інституту міжнародних фінансів (м. Вашингтон), сумарний чистий вплив капіталу з ринків висхідних країн за підсумками 2018 р. становив 23 млрд дол. При цьому на фоні загострення торговельних суперечок з США вплив капіталу з Китаю прискорився.

<sup>16</sup> Нинішнє протистояння КНР з США, яке багато хто з експертів вважає “торговельною війною”, насправді має глибші корені: адміністрація Д. Трампа усвідомлює ризики втрати технологічного лідерства у найближчі десятиліття, тому намагатиметься (і вже намагається) розірвати (або принаймні блокувати) ті виробничі ланцюги, де залежність американських компаній від китайських виробників є сильною.

ням корпоративних боргів у нефінансовому секторі економіки тощо. Ці проблеми є складовою більш широкого кола соціально-економічних протиріч, що накладають додаткові обмеження на вибір варіантів політики підтримки стабільного розвитку та інструментарію грошово-кредитної політики, який використовується для цього.

У цілому досвід Китаю, який важливо брати до уваги, у тому числі й в Україні, свідчить про те, що опора на загальний (універсальний) “ринковий” механізм грошово-кредитної політики – це певне перебільшення. Успіхи Китаю, які мають планетарні масштаби і наслідки, були досягнуті при домінуванні на фінансовому ринку крупних державних банків, при “неринковому” стабільно низькому курсу юаня відносно долара США і “неринкових” процентних ставках по депозитах і кредитах, при нерозвинутому фондовому ринку. І тепер, коли китайська економіка переходить на новий етап свого розвитку, грошово-кредитна політика змінюється у “ринковому” напрямі, але поступово та послідовно. При цьому влада Китаю не слідує догмам і доволі прагматично підходить до питання впровадження рекомендацій міжнародних фінансових інституцій щодо лібералізації тощо, а адекватно їх інтерпретує, з огляду на специфіку проблем національного розвитку.

**Україна: ключові ризики та виклики для грошово-кредитної політики в умовах глобальної нестабільності.** Глобальна нестабільність дедалі виразніше детермінується торговельними війнами та іншими формами протекціонізму глобальних економік (США, Китаю та Європи), формує виклики (насамперед, в частині збереження/нарощення експортного й виробничого потенціалу) для багатьох малих відкритих і нестабільних економік (до яких належить і Україна).

Для економіки України, яка є вразливою до зовнішніх шоків, зазначені фактори в поєднанні з внутрішніми осередками нестабільності (зокрема, суперечливий і хаотичний початок діяльності нової владної команди) формують комплекс складних завдань, насамперед, в частині припинення подальшої втрати інвестиційного потенціалу, на вирішення яких має бути раціонально спрямований інструментарій грошово-кредитної політики.

З огляду на погіршення перспектив світової економіки, період політичної турбулентності, а також масштаби накопичених деформацій, доцільно зосередити увагу на окремих аспектах, які слід враховувати в грошово-кредитній політиці в Україні, щоб у таких складних обставинах таки забезпечити стимулюючий вплив на економічний розвиток.

Нинішній формат грошово-кредитної політики, що реалізується в Україні, який певною мірою нав'язаний ззовні та містить догматику “кращих” світових практик, має чітко виражений обмежувальний характер (скорочується пропозиція грошей, продовжується обмеження доступу економічних агентів до кредитних ресурсів унаслідок високої їх вартості), що є вагомою перешкодою для відновлення експортного та виробничого потенціалу реального сектору.

Водночас у переважній більшості партнерських країн центральні банки дедалі активніше проводять монетарну експансію (розширена пропозиція грошей), знижують процентні ставки (де це можливо) або застосовують монетарне послаблення (через викуп цінних паперів), що розглядається як важлива умова підтримки економічного

зростання та розвитку. Україна ж, навпаки, скорочує пропозицію грошей, обмежує доступ економічних агентів до фінансових ресурсів, утримуючи їх вартість на надзвичайно високому рівні [5, с. 43].

Фактично продовжується звуження інтенсивності фінансових відносин підприємств з банками та фондовим ринком під тиском “ефекту витіснення” та “очищення” банківського сектору 2014–2016 рр. на тлі прогресуючої офшоризації фінансів підприємств корпоративного сектору України: не розраховуючи на можливість фінансування інвестицій за рахунок залученого на фінансових ринках капіталу, підприємства планують і реалізують інвестиційні проекти за допомогою “тіньових” та офшорних капіталів<sup>17</sup>.

На даний час надмірна боргова залежність підприємств, макроекономічна нестабільність, валютні та суверенні ризики України створюють вкрай несприятливі умови для стимулювання інвестиційної діяльності підприємств, нарощування високотехнологічного експорту.

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

Актуальним залишається висновок про неспроможність ринкових механізмів дати інвестиційний поштовх модернізації підприємств на новітній технологічній основі без державної підтримки [17]. Чи не єдиним позитивним прикладом ефективною реалізації такої підтримки залишається запущений Урядом у 2017 р. механізм часткової компенсації вартості продукції українського сільгоспмашинобудування [18]. Натомість до цього часу повноцінно не функціонує ЕКА, у 2018 р. не вдалося запустити програму державної підтримки інновацій у промисловості<sup>18</sup>.

**Висновки.** У зв'язку з цим чи не єдиною альтернативою є реанімація концепту економічного націоналізму та відповідна корекція інструментарію грошово-кредитної політики з тим, щоб насамперед послабити негативний вплив “ефекту витіснення” і забезпечити стимулювання інвестиційної активності у виробничому секторі.

#### Список використаних джерел

1. Hummel J. Ben Bernanke versus Milton Friedman. The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner. *The Independent Review*. 2011. Vol. 15. No. 4. PP. 485–518.
2. Вишне夫斯基 В.П., Вишневская Е.Н., Матюшин А.В., Шелудько Н.М. Монетарная власть в современном мире. Кто бросит вызов доллару? Киев: Академперіодика, 2017. 200 с.
3. DataBank. World Development Indicators. The World Bank. 2018. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>
4. Юрчишин В. Сценарій-прогноз розвитку економіки України: обмежений песимізм. Київ: Заповіт, 2018. 58 с. URL: [http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018\\_mid\\_Forecast.pdf](http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018_mid_Forecast.pdf)
5. Юрчишин В. Україна в ситуації зміни еліт: соціально-економічний вимір. Київ: Разумков центр, 2019. URL: [http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019\\_soc-econ\\_yumir\\_ukr.pdf](http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_soc-econ_yumir_ukr.pdf)

<sup>17</sup> Зимовець В. Про сценарій адаптації бізнесу до макрофінансових дисбалансів: презентація доповіді. URL: <https://drive.google.com/drive/folders/1vhVKB7IJ4vkZi-rCTy0vuSjwGTgpCKw>

<sup>18</sup> Гиршфельд А., Салихова Е. Любить по-немецки. *Левый берег*. 2019. URL: [https://lb.ua/economics/2019/10/29/440825\\_lyubit\\_ponemetski.html](https://lb.ua/economics/2019/10/29/440825_lyubit_ponemetski.html)

6. Mongelli F.P. The mutating euro area crisis is the balance between “sceptics” and “advocates” shifting? *European Central Bank, Occasional Paper Series*. 2013. № 144. February. 42 p.
7. Hess C., Laforte J., Reifschneider D., Williams J.C. Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? *Journal of Money, Credit and Banking*. 2012. Vol. 44. P. 47–82.
8. Fuhrer J.C., Olivei J.P. The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program. Federal Reserve Bank of Boston. Research Department Public Policy Briefs. 2011. No. 11-2. URL: <http://www.bos.frb.org/economic/ppb/2011/ppb112.htm>
9. Baumeister C., Benati L. Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound. European Central Bank. Working Paper SERIES. 2010. No. 1258. October. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>
10. Kiley M. The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates. Finance and Economics Discussion Series. 2012. URL: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201254/201254abs.html>
11. Yellen J.L. A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response. A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. Washington, D.C., 2013. 18 p.
12. Moody's назвало возможную причину следующего кризиса в США. URL: <https://www.rbc.ru/economics/28/08/2018/5b851fc89a79472e8a97ee51/>
13. Гаркавенко В.І., Шаповал Ю.І. “Очищення” банківського сектору в Україні: ціна для суспільства та держави. *Український соціум*. 2017. № 1. С. 108–123. <https://doi.org/10.15407/socium2017.01.108>
14. Ануфрієва К.В., Шаповал Ю.І. Вербальні інтервенції органів монетарної влади в умовах “нової нормальності”: орієнтири для НБУ. *Український соціум*. 2018. № 4. С. 127–142. <https://doi.org/10.15407/socium2018.04.127>
15. Закрытие Чимерики. К чему ведет противостояние США и Китая. *Коммерсантъ*. 2018. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3786795?>
16. Global Economic Prospects: Darkening Skies: A World Bank Grope Rangship Report. 2019. January. URL: <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
17. Зимовець В.В., Шелудько Н.М. Боргове навантаження та інвестиційна дисфункція в реальному секторі економіки України. *Економіка промисловості*. 2017. № 3. С. 82–95. <https://doi.org/10.15407/econindustry2017.03.082>
18. Гіршфельд А. Про Програму компенсації і кроки на шляху її реалізації. *Пропозиція*. 2019. № 2. С. 182–187.

Отримано 03.09.19 та оновлено 09.09.19

#### References

1. Hummel, J. (2011). Ben Bernanke versus Milton Friedman. The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner. *The Independent Review*, 15, 4, 485-518.
2. Vishnevskii, V.P., Vishnevskaya, E.N., Matyushin, A.V., Sheludko, N.M. (2017). Monetary power in the modern world. Who will challenge the dollar? Kiev: Akademperiodika [in Russian]
3. DataBank. World Development Indicators. (2018). The World Bank. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#>
4. Yurchushun, V. (2018). Forecasting scenario of economic development of Ukraine: limited pessimism. Kyiv: Zapovit. URL: [http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018\\_mid\\_Forecast.pdf](http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018_mid_Forecast.pdf) [in Ukrainian]
5. Yurchushun, V. (2019). Ukraine in a situation of changing elites: a socio-economic dimension. Kyiv: Razumkov tsentr. URL: [http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019\\_soc-econ\\_vymir\\_ukr.pdf](http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_soc-econ_vymir_ukr.pdf) [in Ukrainian]

6. Mongelli, F.P. (2013). The mutating euro area crisis is the balance between “sceptics” and “advocates” shifting? *European Central Bank, Occasional Paper Series*, 144, February.
7. Hess, C., Laforte, J., Reifschneider, D., Williams, J.C. (2012). Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? *Journal of Money, Credit and Banking*, 44, 47-82.
8. Fuhrer, J.C., Olivei, J.P. (2011). The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program. Federal Reserve Bank of Boston. Research Department Public Policy Briefs, 11-2. URL: <http://www.bos.frb.org/economic/ppb/2011/ppb112.htm>
9. Baumeister, C., Benati, L. (2010). Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound. European Central Bank. Working Paper SERIES, 1258, October. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>
10. Kiley, M. (2012). The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates. Finance and Economics Discussion Series. URL: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201254/201254abs.html>
11. Yellen, J.L. (2013). A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response. A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. Washington, D.C.
12. Moody's has named a possible cause of the next US crisis. URL: <https://www.rbc.ru/economics/28/08/2018/5b851fc89a79472e8a97ee51/> [in Ukrainian]
13. Harkavenko, V.I., Shapoval, Yu.I. (2017). Mopping up banking sector in Ukraine: the value for society and state. *Ukrainian society – Ukr. socium*, 1, 108-123. <https://doi.org/10.15407/socium2017.01.108> [in Ukrainian]
14. Anufriieva, K.V., Shapoval, Yu.I. (2018). Verbal interventions of the central monetary authorities in the conditions of new normality: the benchmarks for the NBU. *Ukrainian society – Ukr. socium*, 4, 127-142. <https://doi.org/10.15407/socium2018.04.127> [in Ukrainian]
15. Closure of Chimerica. What will confrontation between the US and China lead to? (2018). *Kommersant*. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3786795?> [in Russian]
16. Global Economic Prospects: Darkening Skies: A World Bank Grope Rangship Report. (2019, January). URL: <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
17. Zymovets, V.V., Sheludko, N.M. (2017). Debt burden and investment disfunction in real sector of Ukraine. *Economy of Industry – Ekon. promisl.*, 3, 82-95. <https://doi.org/10.15407/econindustry2017.03.082> [in Ukrainian]
18. Hirshfeld, A. (2019). On the Compensation Program and steps for its implementation. *Propozytsiia*, 2, 182-187.

Received on 03.09.19 and updated on 09.09.19