

В. І. Міщенко

доктор економічних наук, професор, професор кафедри економіки та управління ДВНЗ “Університет банківської справи”, Київ, Україна, mvi25prof@gmail.com

С. В. Науменкова

доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансів Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київ, Україна, naumenkova.univ@gmail.com

І. М. Льон

аспірант кафедри економіки та управління ДВНЗ “Університет банківської справи”, Київ, Україна, i.lon@limik.com.ua

СВІТОВІ ТЕНДЕНЦІЇ МОНЕТИЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

Анотація. У статті досліджено світовий досвід управління процесом монетизації економіки та регулювання грошового обігу на прикладі США, країн єврозони, Великобританії, Казахстану, Китаю, Польщі та Японії. Визначено основні тенденції монетизації економіки в більшості країн світу, а саме: постійне підвищення рівня монетизації національних економік і зниження швидкості обігу грошей; зменшення грошового мультиплікатора й уповільнення процесів кредитно-депозитної емісії в розвинутих країнах та зворотні процеси в країнах із ринками, що розвиваються; скорочення частки готівки у структурі грошової бази й грошової маси; спрощення структури грошових агрегатів та ін. Обґрунтовано, що ключовими напрямками вдосконалення управління монетизацією економіки та підвищення ефективності грошово-кредитної політики в Україні повинні бути: поліпшення структури грошових агрегатів; віднесення електронних грошей до складу грошового агрегату М2; зниження частки готівки у структурі грошової бази та грошової маси; створення сприятливого кредитного клімату й помякшення умов банківського кредитування з метою стимулювання розвитку економіки; оптимізація співвідношення наданих банками кредитів і залучених депозитів та стимулювання кредитно-депозитної діяльності банків.

Ключові слова: рівень монетизації економіки, грошова база, грошові агрегати, грошова маса, грошовий мультиплікатор, кредитна діяльність, економічне зростання.

Табл. 11. Літ. 24.

Volodymyr Mishhenko

Dr. Sc. (Economics), Professor, Banking University, Kyiv, Ukraine, mvi25prof@gmail.com

Svitlana Naumenkova

Dr. Sc. (Economics), Professor, Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine, naumenkova.univ@gmail.com

Ihor Lon

Banking University, Kyiv, Ukraine, i.lon@limik.com.ua

WORLD TRENDS IN MONETIZATION OF THE ECONOMY

Abstract. Economy monetization management, despite certain unification by the international financial organizations, has different peculiarities in different countries due to the level of economic development of the country, the rate of accumulation in the national economy, the system of internal prices, volumes and dynamics of the money in circulation, the structure of monetary aggregates used by the central bank, etc. The

© Міщенко В. І., Науменкова С. В., Льон І. М., 2017

purpose of the article is to study the world experience in managing monetization of the economy in order to use best practices in the activities of the National Bank of Ukraine to increase the effectiveness of monetary policy. The article examines the world experience in managing the process of monetization of the economy and the regulation of monetary circulation in the pre-crisis and post-crisis periods on the example of the USA, the countries of the Eurozone, the United Kingdom, Kazakhstan, China, Poland and Japan. It is determined that in the practice of monetary regulation in the formation of monetary aggregates' structure central banks use two approaches – liquid and transactional. However, the scientific literature has not formed the final view yet as which approach to prefer. Therefore, the list of monetary aggregates and their structure in different countries vary considerably. The volume of money supply depends on money market instruments used, and therefore, the levels of monetization in different countries may vary significantly. The practice shows that the level of monetization of the economy is its objective characteristic. So, it is impossible to artificially raise the level of monetization of the economy. The study shows that the main tendencies in the process of monetization of the economy in most countries of the world are a constant increase in the level of monetization of the national economy and a decrease in the rate of money rotation; reducing the money multiplier and slowing down the processes of credit and deposit issues in developed countries as a result of quantitative easing policy and reverse processes in emerging market countries as a result of increased inflationary processes; a decrease in the cash share in the structure of the monetary base and money supply; simplification of the structure of monetary aggregates and a gradual transition to the use of broad monetary aggregates; use of non-traditional monetary policy measures by central banks. It is grounded that the main directions of improving the management of economy monetization and the regulation of monetary circulation in Ukraine should be: improving the structure of monetary aggregates; reducing electronic money in the monetary aggregate M2; decreasing the cash share in the structure of the monetary base and money supply; the formation of a favorable credit climate and mitigation of bank lending conditions in order to stimulate economic development; optimization of the ratio between loans granted by banks and attracted deposits and stimulation of banks' credit and deposit activity. It is proved that increasing the efficiency of the monetary policy of the National Bank of Ukraine in conditions of financial instability should be based on the easing of monetary constraints and the implementation of a moderately rigid monetary policy; using the free exchange rate regime; increasing the volume of international reserves; improving fiscal discipline and the level of servicing external debt; development and implementation of stabilization programs and stimulating measures for the development of the real sector of the economy; raising the level of capitalization of the banking system and improving regulatory and supervisory measures to enhance confidence in the banking system.

Keywords: level of monetization of the economy, monetary base, monetary aggregates, money supply, money multiplier, credit activity, economic growth.

JEL classification: E42, E51, E58.

В. И. Мищенко

доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономики и управления ГБУЗ “Университет банковского дела”, Киев, Украина

С. В. Науменкова

доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры финансов Киевского национального университета имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

И. М. Лён

аспирант кафедри економіки і управління ГВУЗ "Університет банківського дела", Київ, Україна

МИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

Аннотация. В статье исследован мировой опыт управления процессом монетизации экономики и регулирования денежного обращения на примере США, стран еврозоны, Великобритании, Казахстана, Китая, Польши и Японии. Определены основные тенденции монетизации экономики в большинстве стран мира, а именно: постоянное повышение уровня монетизации национальных экономик и снижение скорости обращения денег; уменьшение денежного мультипликатора и замедление процессов кредитно-депозитной эмиссии в развитых странах и обратные процессы в странах с развивающимися рынками; сокращение доли наличных денег в структуре денежной базы и денежной массы; упрощение структуры денежных агрегатов и др. Обосновано, что ключевыми направлениями совершенствования управления монетизацией экономики и повышения эффективности денежно-кредитной политики в Украине должны быть: улучшение структуры денежных агрегатов; отнесение электронных денег в состав денежного агрегата М2; снижение доли наличных денег в структуре денежной базы и денежной массы; создание благоприятного кредитного климата и смягчение условий банковского кредитования с целью стимулирования развития экономики; оптимизация соотношения предоставленных банками кредитов и привлеченных депозитов и стимулирование кредитно-депозитной деятельности банков.

Ключевые слова: уровень монетизации экономики, денежная база, денежные агрегаты, денежная масса, денежный мультипликатор, кредитная деятельность, экономический рост.

Вивчення світового досвіду управління процесом монетизації економіки та регулювання грошового обігу свідчить про те, що, незважаючи на певну уніфікацію цього процесу з боку міжнародних фінансових організацій і національних центральних банків, у різних країнах він має свою специфіку, зумовлену рівнем розвитку економіки країни та її фінансового сектору, нормою накопичень у національній економіці, системою внутрішніх цін, особливо на нефінансові активи, обсягами й динамікою грошової маси, що перебуває в обігу, структурою грошових агрегатів, які використовує центральний банк, тощо [1, с. 88; 2, с. 23; 3, с. 32].

Дослідження проблем монетизації економіки активно проводять як зарубіжні, так і вітчизняні науковці, зокрема С. М. Аржевітін, О. В. Дзюблюк, Г. Т. Карчева, В. В. Коваленко, Ф. Кур-Тіманн, І. О. Лютий, С. В. Міщенко, Х. Рашид, М. І. Савлук, Г. О. Сахно, Т. С. Смовженко, Дж. Стігліц, В. С. Стельмах, Б. Уінклер, К. Чен, І. А. Шумило [1; 2; 4–16]. Разом із тим, враховуючи глобалізаційні процеси у сфері грошово-кредитного регулювання, мінливість економічного середовища, специфіку діяльності сучасних центральних банків, пов'язану з управлінням монетизацією економіки й регулюванням грошового обігу, чимало проблем залишаються нерозв'язаними та потребують додаткових досліджень або актуалізації.

Метою статті є дослідження світового досвіду управління процесом монетизації економіки та регулювання грошового обігу з метою використання

найкращих практик у діяльності Національного банку України для підвищення ефективності грошово-кредитної політики.

Відповідно до сучасних підходів у сфері монетарного регулювання, грошова маса, формування якої та управління здійснює центральний банк, є сукупністю всіх видів грошових коштів, що перебувають у обігу в країні на певний момент часу. Грошова маса складається із грошових агрегатів, які включають певні види грошових активів, котрі є зобов'язаннями депозитних корпорацій (центрального банку й банків) перед іншими секторами економіки, крім фінансово-кредитних установ і сектору державного управління, та класифікуються залежно від їх ліквідності або характеру й місця виконання зобов'язання. Тому обсяг і структуру грошової маси можна розглядати як індикатор економічної та фінансової ситуації в країні, що характеризує економічну активність і економічне зростання [6, с. 447; 9, с. 41; 16, с. 8; 17, с. 29].

Грошові агрегати та монетарний режим, який ґрунтується на таргетуванні грошової маси, вперше почали використовуватись у 1970 р. у США. В Канаді вони були запроваджені в 1975 р., у Франції й Великобританії – в 1977 р., у Японії – в 1978 р.

У практиці монетарного регулювання при формуванні структури грошових агрегатів центральні банки застосовують два підходи – ліквідний і трансакційний. Згідно з першим підходом, грошові агрегати групуються за принципом ліквідності інструментів грошового ринку, що включаються до їх складу. Так, готівка має найвищу ліквідність, але найнижчу дохідність, а цінні папери, навпаки, є менш ліквідними. Відповідно до другого підходу, інструменти грошового ринку групуються за місцем і часом їх використання в грошовому обігу. Тому ліквідний підхід передбачає використання більшої кількості грошових агрегатів, а трансакційний – меншої, обмеженої, зокрема M1 і M2. Хоча в науковій літературі ще не сформувалась остаточна точка зору щодо того, якому підходу слід віддати перевагу, більшість економістів одностайні в тому, що в процесі монетарного регулювання ключова роль повинна належати показнику грошової бази (“вузькі гроші”), а не грошовим агрегатам [4, с. 321; 12, с. 55; 18, с. 67; 19, с. 44; 20, с. 24].

Наразі кожна країна самостійно розробляє методику визначення обсягу і структури грошової маси, що зумовлює істотні розбіжності в національних переліках грошових агрегатів та їхній структурі. Оскільки обсяг грошової маси залежить від набору інструментів грошового ринку в її складі, за інших рівних умов рівень монетизації економіки по країнах може помітно різнитися.

Є думка, що в країнах із низьким рівнем монетизації економіки наявний дефіцит грошей, тимчасом як у розвинутих країнах виникає їх надлишок [12, с. 57]. Однак практика свідчить, що рівень монетизації є об'єктивною характеристикою економіки, тому штучно його підвищити неможливо.

У 2015 р. загальна грошова маса по всіх країнах сягала близько 71,5 трлн дол. США, що є порівнянним із обсягом світового ВВП. При цьому майже

31 % було зосереджено в Китаї, 17,2 – у США, 15,1 – в країнах єврозони, 10,1 – в Японії, 3,3 % – у Великобританії, що сумарно перевищує три чверті загальної грошової маси. При цьому частка цих країн у світовому ВВП становить близько 50 %. Починаючи з 2008 р. майже половина загального приросту грошової маси у світі припадає на Китай, що зумовлено порівняно високою курсовою стійкістю юаня, тоді як національні валюти інших країн після глобальної кризи 2008–2009 рр. по відношенню до долара США істотно девальвували [21].

Проведений аналіз показав, що рівень монетизації економіки окремих країн коливається в дуже широкому діапазоні, проте в довгостроковій перспективі має тенденцію до підвищення (табл. 1). Так, найвищим у 2005–2016 рр. він був у Великобританії, Китаї та Японії, а найнижчим – у країнах Африки й Близького Сходу, що спричинено передусім рівнем їх економічного розвитку, котрий тісно пов'язаний із економічним потенціалом і обсягом ВВП країни, ВВП на одну особу, показниками інфляції, споживання тощо.

Найбільший інтерес із точки зору нашого аналізу має дослідження процесів монетизації економіки в провідній країні світу – США. На сьогодні Федеральна резервна система США (ФРС США) виокремлює у структурі грошової маси два агрегати:

1) М1 включає готівку, дорожні чеки, депозити до запитання, інші чекові депозити, зокрема рахунки NOW і ATS. Рахунки NOW (*negotiable orders of withdrawal accounts*) – це різновид вкладів до запитання, котрі дають можливість одержати вищий дохід, ніж за звичайними вкладами. Рахунки ATS (*automatic-transfer-system accounts*) є комбінацією ощадного рахунку, за яким сплачуються проценти на залишок, та чекового, на котрий проценти не нараховуються;

2) М2 включає М1, ощадні депозити, невеликі строкові депозити (до 100 тис. дол.) і баланси взаємних фондів грошового ринку.

У 2016 р. монетизація американської економіки становила 71,5 %, що на 19,5 в. п. більше, ніж у докризовому 2007 р., коли вона дорівнювала 52 % (див. табл. 1). За цей період грошовий агрегат М1 збільшився в 2,46 раза, М2 – в 1,76 раза, а ВВП США зріс на 28,2 %. Високі темпи зростання агрегату М1 пов'язані з політикою кількісного пом'якшення, котру проводила ФРС США впродовж 2008–2014 рр. Оскільки темпи зростання грошової бази й агрегату М1 істотно перевищували аналогічний показник грошової маси М2, значення грошового мультиплікатора зменшилося з 9,1366 у 2007 р. до 3,6903 у 2016 р., тобто майже в 2,5 раза, а швидкість обігу грошей уповільнилася з 1,9231 до 1,3990. Це свідчить про накопичення великих обсягів надлишкової ліквідності в банківській системі США, а також про низький рівень кредитно-депозитної емісії та стримування процесів кредитування економіки країни [8, с. 17; 10, с. 27].

Найвищі темпи приросту грошової бази у США спостерігались у 2008 та 2013 рр. (100,64 і 39,51 % відповідно), що зумовлено значними обсягами додаткової емісії грошей унаслідок кількісного пом'якшення, спрямованого на

Таблиця 1. Рівень монетизації економіки окремих країн світу протягом 2005–2016 рр.

Країни	Арперат	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Бразилія	M2	50,3	54,2	59,0	54,8	69,0	71,9	75,4	74,8	79,9	81,6	80,7	82,3
Великобританія	M3	83,2	85,8	88,6	87,7	93,3	93,7	93,4	96,9	98,6	131,5	131,0	142,5
Індія	M3	71,3	73,9	77,0	81,3	77,7	83,9	84,1	82,5	77,4	81,2	83,4	84,7
Казахстан	M3	29,0	32,2	34,8	36,1	40,4	39,0	41,7	41,1	43,7	41,3	43,4	41,8
Китай	M3	162,3	160,7	152,8	151,9	179,0	181,4	177,6	187,8	194,8	193,1	205,8	209,0
Країни єврозони	M3	88,1	91,9	96,8	98,7	100,3	102,4	101,7	100,2	99,0	101,9	103,7	105,8
ПАР	M2	61,0	65,2	69,2	69,4	66,5	63,4	61,7	64,6	67,3	65,8	68,8	67,9
Польща	M3	46,7	47,2	48,8	52,2	53,6	56,2	55,5	56,9	57,7	59,4	63,4	66,2
Росія	M2	28,0	33,4	39,9	32,7	40,5	43,2	43,9	43,8	47,1	39,3	44,5	45,4
США	M2	51,3	51,3	52,0	56,5	58,8	58,9	61,8	64,4	65,8	67,2	69,3	71,5
Туреччина	M2	44,3	47,7	48,7	50,9	52,7	55,3	58,4	61,1	63,0	62,3	59,0	58,9
Угорщина	M3	48,2	50,9	51,3	54,6	53,4	56,1	56,2	56,8	59,3	58,1	59,4	60,5
Швеція	M3	39,6	48,9	50,5	52,4	53,2	51,7	56,8	62,7	64,9	66,9	68,3	67,8
Японія	L	139,9	140,7	140,9	147,6	157,7	161,9	236,6	174,8	248,7	249,6	250,4	251,3
Україна	M3	44,0	48,0	55,0	54,4	53,4	55,2	52,7	54,8	62,5	60,3	50,0	46,3

Розраховано за даними центральних банків відповідних країн.

забезпечення економіки ліквідністю не через традиційні канали монетарної трансмісії, а шляхом викупу певних видів проблемних активів у фінансових корпорацій. При цьому у 2015 і 2016 рр., після припинення програм кількісного пом'якшення, темпи приросту грошової бази були від'ємними (відповідно –5,59 та –5,2 %), що спричинено погашенням частини раніше викуплених цінних паперів, зокрема державних (табл. 2). Варто зауважити, що на процеси монетизації американської економіки відчутно вплинула зміна співвідношення наданих банками кредитів і залучених депозитів: якщо у 2007 р. воно становило 1,01, то в 2011 р. – 0,85, що пов'язано зі зниженням кредитної активності банків. Після іпотечної кризи 2007 р. та світової кризи 2008–2009 рр. попит на кредити у США істотно зменшився, зросли кредитні ризики, а умови кредитування погіршилися, внаслідок чого дохідність кредитних операцій знизилась.

Однак визначальним чинником зниження кредитної активності банків стало запровадження у 2008 р. відповідно до Акта про надзвичайну економічну стабілізацію (*Emergency Economic Stabilization Act of 2008* – EESA) механізму зберігання надлишкових резервів банків у ФРС США з виплатою процентної ставки (IOER), яка була встановлена на рівні офіційної ставки (0,25 %), що спонукало банки до накопичення надлишкової ліквідності та зберігання своїх коштів на депозитних рахунках у ФРС. Дохідність таких операцій у поєднанні з відсутністю ризику виявилася для банків привабливішою, ніж дохідність кредитних операцій. Якщо на початку 2008 р. банки зберігали на депозитних рахунках у ФРС лише 1,64 млрд дол., то в 2010 р. – уже 1,3 трлн дол., а наприкінці 2014 р. – 2,4 трлн дол. США. Фактично різниця між сумою наданих банками США кредитів і розміром залучених ними

Таблиця 2. Обсяги та динаміка грошової бази, грошових агрегатів і показників монетизації економіки США у 2004–2016 рр.

Рік	Грошова база, Мh		Грошовий агрегат М1		Грошовий агрегат М2		Темп приросту номінального ВВП до попереднього року, %	Грошовий мультиплікатор (М2 / Мh)	Рівень монетизації економіки, %
	млрд дол. США	темп приросту до попереднього року, %	млрд дол. США	темп приросту до попереднього року, %	млрд дол. США	темп приросту до попереднього року, %			
2004	759,1	–	1 365,5	–	6 407,5	–	6,60	8,4409	52,2
2005	787,3	3,71	1 380,0	1,06	6 715,5	4,81	6,68	8,5294	51,3
2006	812,3	3,18	1 373,0	–0,51	7 108,3	5,85	5,88	8,7504	51,3
2007	824,8	1,54	1 379,8	0,50	7 535,4	6,01	4,47	9,1366	52,0
2008	1 654,9	100,64	1 583,5	14,76	8 316,7	10,37	1,66	5,0256	56,5
2009	2 018,8	21,99	1 680,7	6,14	8 486,0	2,04	–2,04	4,2035	58,8
2010	2 010,2	–0,43	1 828,3	8,78	8 812,2	3,84	3,74	4,3837	58,9
2011	2 610,8	29,88	2 160,4	18,16	9 601,2	8,95	3,73	3,3752	61,8
2012	2 672,6	2,37	2 440,2	12,95	10 402,4	8,34	4,12	3,8923	64,4
2013	3 728,5	39,51	2 688,4	10,17	11 033,8	6,07	3,77	2,9593	65,8
2014	4 017,1	7,74	2 937,9	9,28	11 703,5	6,07	3,88	2,9134	67,2
2015	3 792,7	–5,59	3 102,9	5,62	12 442,0	6,31	3,04	3,2805	69,3
2016	3 595,4	–5,20	3 394,4	9,39	13 268,2	6,64	3,40	3,6903	71,5

Складено за даними ФРС США (<https://www.federalreserve.gov/>).

депозитів складала обсяг надлишкової ліквідності, котра була розміщена на депозитних рахунках у ФРС США [11]. Як наголошує Г. О. Сахно, це означає, що кошти, котрі надійшли в банки після продажу активів, не були використані для проведення активних операцій [13], саме це спричинило різке зменшення грошового мультиплікатора та уповільнення темпів обігу грошей.

Як бачимо, у 2004–2007 рр. грошовий мультиплікатор у США коливався в межах 8,4409–9,1366, а починаючи з 2008 р. почав стрімко знижуватися – до 3,3752 у 2011 р. При цьому грошова база у 2011 р. порівняно з 2007 р. зросла майже в 3,2 раза, а М2 – лише на 27,4 % (див. табл. 2). Зазначене свідчить про помітне зменшення кредитно-депозитної емісії та уповільнення процесу монетизації економіки. Втім, уже починаючи з 2015 р. темпи приросту грошової бази знизилися, розрив між темпами приросту М1 і М2 істотно скоротився, а співвідношення наданих банками кредитів та залучених депозитів у 2016 р. сягнуло 0,95, що сприяло підвищенню темпів приросту номінального ВВП.

Аналіз показав, що в середньому рівень монетизації економік країн єврозони вищий, ніж у США, головним чином через структуру грошових агрегатів і характер монетарного регулювання з боку Європейського центрального банку (ЄЦБ). Так, грошова маса, котру ЄЦБ формує для країн єврозони починаючи з 2002 р., включає три агрегати:

- 1) М1 – готівка в обігу (банкноти й монети), а також депозити “овернайт”;
- 2) М2 – агрегат М1, строкові депозити зі строками повернення до двох років, депозити, що повертаються з повідомленням менш ніж через три місяці;
- 3) М3 – агрегат М2, угоди РЕПО, акції (частки) у фондах грошового ринку, боргові цінні папери зі строком погашення до двох років.

Аналіз процесів монетизації економіки в країнах єврозони показав, що за період 2007–2016 рр. номінальний ВВП країн єврозони збільшився на 19,6 %, грошовий агрегат М1 – на 89, М2 – на 36,1, М3 – на 22,9 %, тобто темпи приросту грошової маси та монетизації економіки були нерівномірними. При цьому рівень монетизації підвищився на 9 в. п. і в 2016 р. становив 105,8 % (табл. 3). Найвищим (у 1,5–2 рази більшим від його середнього значення по країнах єврозони) він був у Іспанії, Італії, Німеччині, Нідерландах і Франції; водночас у Болгарії, Греції, Румунії, Словаччині та Словенії його значення було майже вдвічі нижчим за середнє. В Естонії, Латвії й Литві рівень монетизації економіки наближається до середнього та становить майже 80 %, що зумовлено економічною розвиненістю країн – у більш розвинутих країнах рівень монетизації зазвичай вищий.

Визначальний вплив на процеси монетизації в єврозоні мали світова фінансова криза 2008–2009 рр. і європейська бюджетна криза, спровокована грецькою кризою 2010 р., що призвело до істотного уповільнення темпів економічного зростання. Після реалізації ЄЦБ заходів щодо кредитного й кількісного пом'якшення економічне зростання відновилося. Якщо в 2009 р. ВВП у країнах єврозони зменшився на 2,9 %, а в 2012–2013 рр. – на 0,8 та 0,5 % відповідно, то в 2015 р. приріст ВВП становив 2 %, а в 2016 р. – 1,7 %.

Таблиця 3. Обсяги та динаміка грошових агрегатів ЄЦБ для країн еврозони впродовж 2007–2016 рр.

Рік	М1		М2		М3		Рівень монетизації економіки, %
	млрд євро	темپ приросту до попереднього року, %	млрд євро	темп приросту до попереднього року, %	млрд євро	темп приросту до попереднього року, %	
2007	3 804,1	–	7 852,2	–	9 255,4	–	96,8
2008	3 980,6	4,64	8 021,4	2,15	9 392,9	1,49	98,7
2009	4 492,3	12,85	8 188,3	2,08	9 334,2	–0,62	100,3
2010	4 703,0	4,69	8 410,0	2,71	9 281,0	–0,57	102,4
2011	4 792,3	1,90	8 592,0	2,16	9 478,5	2,12	101,7
2012	5 085,9	6,12	8 970,3	4,40	9 740,5	2,76	100,2
2013	5 383,3	5,85	9 207,7	2,65	9 833,7	0,96	99,0
2014	5 947,9	10,49	9 677,8	5,11	10 328,4	5,03	101,9
2015	6 614,4	11,21	10 215,5	5,56	10 842,5	4,98	103,7
2016	7 189,2	8,69	10 686,8	4,61	11 371,6	4,88	105,8

Складено за даними ЄЦБ (<https://www.ecb.europa.eu/>).

При цьому державний борг цих країн на 01.01.2017 скоротився до 91,2 %, хоча в Греції він ще залишається на рівні 176,9 %, що стримує процеси грошово-кредитного регулювання й монетизації економіки.

На особливу увагу серед європейських країн заслуговує досвід Великобританії, котра є одним із найбільших фінансових центрів світу. У своїй практичній діяльності Банк Англії використовує складнішу структуру грошових агрегатів, до якої входять:

1) агрегат М0, котрий включає банкноти й монети в обігу, готівкові кошти в банках та залишки коштів банків на рахунках у Банку Англії; тобто за своєю структурою цей агрегат виконує функції показника грошової бази, що використовується в інших країнах;

2) агрегат М1, до складу якого віднесено банкноти й монети в обігу, кошти на поточних і депозитних рахунках приватного сектору, котрі можна переказати чеком;

3) агрегат М2, що містить банкноти та монети в обігу, безпроцентні банківські депозити, депозити будівельних товариств і рахунки Системи національних заощаджень;

4) агрегат М3, до складу якого входять М1, інші банківські депозити приватного сектору й депозитні сертифікати;

5) М4, що включає М1, переважну частину банківських депозитів приватного сектору, вклади/авуари інструментів грошового ринку (готівкова валюта в обігу, кредити, надані банками, й запозичення уряду) та характеризує ліквідність приватного сектору. При цьому М4 виконує інформативну функцію і призначений для ознайомлення представників бізнесу щодо ліквідності корпоративного сектору й динаміки інфляції.

У 2016 р. рівень монетизації британської економіки становив 142,5 %, тобто на 54,8 в. п. вище, ніж у 2008 р. Утім, протягом аналізованого періоду

процес монетизації відбувався нерівномірно, про що свідчить динаміка окремих агрегатів. Якщо у 2016 р. грошова база збільшилася порівняно з 2008 р. у 4,7 раза, то М1 – у 11,64, М2 – у 2,04, М3 – в 1,78 раза, а М4 – лише на 14 %. При цьому номінальний ВВП зріс тільки на 10 %.

Різке збільшення окремих грошових агрегатів пов'язане головним чином із проведенням Банком Англії політики кількісного пом'якшення, що призвело до істотного зростання грошової маси, яку фінансові корпорації не змогли ефективно використати в короткий термін. Реалізація цієї політики у Великобританії розпочалася в березні 2009 р. та фактично триває й у 2017 р. У межах програм кількісного пом'якшення Банк Англії викупив гарантовані державні цінні папери та корпоративні борги на суму близько 500 млрд ф. ст. Однак переважна частина додаткової ліквідності, наданої центробанком, була витрачена на покриття збитків і поліпшення стану балансів фінансових корпорацій. Унаслідок такої розбалансованості грошового ринку грошовий мультиплікатор зменшився з 15,6589 у 2008 р. до 5,9337 у 2016 р., тобто на 62,11 %, що свідчить про зниження кредитної активності банків і ускладнення забезпечення економіки країни грошима (табл. 4).

Однією з найскладніших систем грошових агрегатів є їх система Банку Японії, котрий використовує агрегати М1, М2, М3 і L. До складу М1 входять готівкові гроші в обігу та вклади до запитання (поточні, звичайні, ощадні, спеціальні депозити й вклади для податкових платежів) за винятком чеків і векселів, які утримують фінансові установи. М2 включає М1, поточні рахунки та строкові депозити, у т. ч. в іноземній валюті (за винятком депозитів поштового Банку Японії). М3 складається із М2 і CDs, а L включає М3, кошти трастових та інвестиційних фондів, банківські боргові зобов'язання, прямі облігації банків, комерційні папери, випущені фінансовими установами, державні цінні папери й іноземні облігації.

До переліку фінансових активів у складі агрегату L входять усі операції РЕПО та кредитування цінними паперами у формі грошового забезпечення угод, приватне розміщення цінних паперів інвестиційних фондів, облігації, випущені банками, кошти на їхніх трастових рахунках, кошти центрального уряду, страхових компаній тощо. Отже, грошові агрегати Банку Японії, на відміну від інших країн, охоплюють дуже широке коло цінних паперів, переважно короткострокових. Головним чином саме тому рівень монетизації японської економіки помітно перевищує його, зокрема, у США та країнах Єврозони.

Аналіз показав, що впродовж 2012–2016 рр. темпи приросту грошових агрегатів і грошової бази в Японії були нерівномірними, приміром темпи приросту другої у 2013 р. сягнули 52,5 %. Як наслідок, у 2013 р. цей показник грошової бази перевищив зростання агрегату L у 13,82 раза, що, у свою чергу, спричинило різке зменшення грошового мультиплікатора (табл. 5). На нашу думку, такі тенденції зумовлені політикою кількісного пом'якшення, котру центробанк проводив у 2010–2012 рр., спрямувавши на стабілізацію фінансової системи шляхом викупу проблемних цінних паперів майже 65 трлн єн.

Таблиця 4. Обсяг та динаміка грошових агрегатів і показників монетизації Банку Англії протягом 2008–2016 рр.

Рік	M0		M1		M2		M3		M4		Грошовий мультиплікатор	Номінальний ВВП, млрд ф. ст.	Рівень монетизації, %
	млрд ф. ст.	темп приросту, %	млрд ф. ст.	темп приросту, %	млрд ф. ст.	темп приросту, %	млрд ф. ст.	темп приросту, %	млрд ф. ст.	темп приросту, %			
2008	95,3	–	140,0	–	1 125,2	–	1 492,3	–	1 969,1	–	15,6589	1 702,2	87,7
2009	201,5	111,44	192,3	37,36	1 191,2	5,86	1 519,1	1,80	2 220,0	12,74	7,5390	1 628,6	93,3
2010	197,8	–1,84	209,9	9,15	1 232,2	3,44	1 555,3	2,38	2 163,3	–2,55	7,8625	1 659,7	93,7
2011	224,8	11,56	221,9	5,72	1 270,8	3,13	1 572,9	1,13	2 107,3	–2,59	6,9967	1 684,8	93,4
2012	339,2	50,89	251,9	13,52	1 335,4	5,08	1 653,5	5,12	2 094,0	–0,63	4,8747	1 706,9	96,9
2013	365,5	7,75	276,3	9,68	1 407,0	5,36	1 714,7	3,70	2 108,0	0,67	4,6914	1 739,6	98,6
2014	371,7	1,70	1 381,0	399,82	2 074,2	47,42	2 357,0	37,46	2 093,7	–0,68	6,3411	1 792,9	131,5
2015	380,2	2,29	1 464,6	6,05	2 131,6	2,76	2 400,5	1,85	2 120,4	1,28	6,3138	1 832,3	131,0
2016	448,0	17,83	1 629,6	11,27	2 290,8	7,47	2 658,3	10,74	2 246,2	5,93	5,9337	1 865,8	142,5

Розраховано за даними Банку Англії (<http://www.bankofengland.co.uk/>).

Таблиця 5. Темпи приросту грошової бази та грошових агрегатів Банку Японії у 2012–2016 рр.

Рік	Грошова база, %	Грошові агрегати, %				Темпи приросту грошової бази до темпів приросту L, разів
		M1	M2	M3	L	
2012	11,5	3,5	3,1	2,7	3,3	3,48
2013	52,5	4,6	3,2	2,8	3,8	13,82
2014	12,8	4,7	3,4	2,8	3,4	3,76
2015	28,7	5,2	3,7	3,0	4,0	7,18
2016	22,6	7,2	3,5	2,9	2,3	9,83

Складено за даними Банку Японії (<https://www.boj.or.jp/>).

Таблиця 6. Обсяг і структура грошової бази в Японії у 2010–2016 рр.

Рік	Грошова база, трлн єн				Частка готівки поза банками у структурі грошової бази, %
	Усього	Готівка поза банками	Резерви	Інше	
2010	102,1	83,9	16,0	3,0	82,2
2011	117,9	85,8	28,9	3,1	72,8
2012	131,4	88,3	40,0	4,0	67,2
2013	200,4	91,7	98,4	10,3	45,8
2014	275,9	94,7	163,9	16,7	34,3
2015	355,1	100,1	233,4	21,3	28,2
2016	435,2	105,0	296,5	32,0	24,1

Складено за даними Банку Японії (<https://www.boj.or.jp/>).

Однією із сучасних тенденцій формування грошової маси, яку найбільш яскраво можна проілюструвати на прикладі Банку Японії, є істотне зменшення у структурі грошової бази готівкових коштів. Так, у 2016 р. порівняно з 2010 р. грошова база Банку Японії зросла майже в 4,3 раза, а готівка – лише на 25,2 %. При цьому частка готівки у структурі грошової бази зменшилася з 82,2 до 24,1 % (табл. 6).

На особливу увагу заслуговує аналіз процесів монетизації економіки Китаю, оскільки банківська система цієї країни завдяки стрімкому збільшенню обсягів кредитування економіки, що випереджає темпи зростання ВВП, за розміром активів є найбільшою у світі. Станом на 1 січня 2017 р. активи китайських банків становили 33 трлн дол. США, тоді як банків Єврозони – 31 трлн, США – 16 трлн, Японії – близько 7 трлн дол.

Народний банк Китаю в процесі монетарного регулювання використовує чотири грошових агрегати: M0, M1, M2 і M3, подібних за структурою до тих, котрі використовує ЄЦБ. Характерною рисою регулювання грошового обігу в Китаї є рівномірне зростання грошової бази та всіх агрегатів. Так, якщо у 2010–2016 рр. грошова база збільшилася на 56,9 %, то грошова маса M3 – на 114,2 %, внаслідок чого рівень монетизації економіки у 2016 р. порівняно з 2010 р. підвищився на 27,6 в. п., а грошовий мультиплікатор зріс із 3,682 до 5,032, що вказує на активну кредитно-депозитну емісію китайських банків (табл. 7).

Високі темпи зростання грошової маси в Китаї зумовлені тим, що починаючи з 2014 р. у структурі каналів емісії грошей Народного банку Китаю переважає кредитний завдяки розширенню рефінансування банків та проведенню операцій на відкритому ринку, а частка валютного каналу постійно зменшується. За період 2015–2016 рр. значно зросли обсяги кредитів у реальний сектор економіки, поліпшилася їхня структура, знизилися процентні ставки, курс юаня став гнучкішим, у складі грошових агрегатів збільшились обсяги цінних паперів. На сьогодні Китай має найвищий показник норми заощаджень, що дає змогу банкам активно залучати ресурси на внутрішньому ринку та сприяє стабільному підвищенню грошового мультиплікатора. Крім того, у 2016 р. МВФ визнав юань резервною валютою і включив його до валютного кошика спеціальних прав запозичення.

Таблиця 7. Обсяг і структура грошової маси та показники рівня монетизації економіки Китаю у 2010–2016 рр.

Рік	Грошова база, трлн юанів	Грошові агрегати, трлн юанів				Рівень монетизації, %	Грошовий мультиплікатор
		M0	M1	M2	M3		
2010	19,7	4,5	26,7	72,6	72,6	181,4	3,682
2011	22,1	5,1	28,9	83,9	84,0	177,6	3,794
2012	25,2	5,5	30,9	97,4	97,5	187,8	3,861
2013	27,1	5,9	33,7	110,7	110,7	194,8	4,083
2014	29,4	6,0	34,8	122,8	122,9	193,1	4,181
2015	27,6	6,3	40,1	139,2	139,3	205,8	5,044
2016	30,9	6,8	48,7	155,0	155,5	209,0	5,032

Розраховано за даними Народного банку Китаю (<http://www.pbc.gov.cn/>).

Аналіз співвідношення темпів приросту реального ВВП Китаю та грошового агрегату M3 свідчить, що грошова маса зростає вищими темпами та коливається в межах 1,47–2,06, а співвідношення темпів приросту номінального ВВП і M3 – в межах 0,88–2,13 (табл. 8).

Відповідно до світових тенденцій, із 2015 р. у структурі грошової бази Народного банку Китаю скорочується частка готівки й фіскальних депозитів. Водночас збільшується частка обов'язкових резервів, норма яких у 2014 р. була підвищена майже вдвічі. Золотовалютні резерви Китаю на 1 січня 2017 р. сягали 3,011 трлн дол. США, а інвестиції в основний капітал у 2015 р. перевищили 55,16 трлн юанів, що становило 82,2 % ВВП.

У нинішніх умовах розвитку України й поступу до європейської інтеграції цікавим із практичної точки зору є досвід монетизації економіки Польщі. Згідно зі стандартами та практикою ЄЦБ, Національний банк Польщі використовує й щомісяця обліковує грошові агрегати M0, M1, M2, M3, дані по кожному з яких подані за видами інструментів грошового ринку та основними секторами економіки. Починаючи з 2002 р. M3 є головним агрегатом, що характеризує всю грошову масу, наявну в країні.

Таблиця 8. Обсяг і динаміка ВВП Китаю та співвідношення темпів приросту M2 і ВВП у 2010–2016 рр.

Рік	Номінальний ВВП, трлн юанів	Темп приросту, %			Співвідношення темпів приросту	
		Номінальний ВВП	Реальний ВВП	M3	M3 і реального ВВП	M3 і номінального ВВП
2010	40,15	–	10,4	–	–	–
2011	47,31	17,8	9,2	15,6	1,70	0,88
2012	51,93	9,8	7,8	16,1	2,06	1,64
2013	56,88	9,5	7,7	13,7	1,78	1,44
2014	63,65	11,9	7,4	10,9	1,47	0,92
2015	67,67	6,3	6,9	13,4	1,94	2,13
2016	74,41	10,0	6,7	11,6	1,73	1,16

Розраховано за даними Народного банку Китаю (<http://www.pbc.gov.cn/>).

З вересня 2012 р. при формуванні структури грошових агрегатів Національний банк Польщі керується нормативними документами ЄЦБ (постановами № 883/2011 від 25.08.2011, ЄЦБ/2008/32, ЄЦБ/2011/12) та постановою Ради ЄС № 25/2009 щодо балансу консолідованого сектору монетарних фінансових інститутів, відповідно до котрих сектор цінних паперів, що використовується при розрахунку агрегату МЗ, охоплює банки й кооперативні каси заощаджень і кредиту. Наприклад, у 2012 р. зі структури МЗ було виключено кошти фондів грошового ринку латвійських монетарних фінансових установ, оскільки вони не відповідали критеріям щодо визначення секторів, вказаним у постанові ЄЦБ.

У ході аналізу процесу монетизації польської економіки виявлено чітку й стабільну тенденцію в її монетарному регулюванні. Протягом 2005–2016 рр. рівень її монетизації підвищився із 46,7 до 66,2 %, що є порівняним із показниками України, а грошовий мультиплікатор зменшився з 6,058 до 5,740, тобто лише на 5,2 % (табл. 9). При цьому темпи приросту окремих грошових агрегатів були збалансовані між собою, за винятком кризових 2011 і 2013 рр. Загалом за цей період М0 збільшився в 3,1 раза, М1 – у 3,7, МЗ – в 3 рази (табл. 10).

Дуже близьким до України за економічними умовами й характером грошово-кредитного регулювання є Казахстан. Система грошових агрегатів, яку використовує Національний банк Казахстану, вельми подібна до української: застосовується показник грошової бази, а також чотири грошових агрегати: М0, М1, М2 і МЗ. Особливістю структури грошових агрегатів Казахстану, на відміну від України, є те, що із січня 2016 р. до складу МЗ включено зобов'язання за електронними грошима.

Упродовж 2010–2016 рр. грошова база та грошові агрегати Національного банку Казахстану постійно зростали: Мh збільшилася на 77,3 %, М0 –

Таблиця 9. Грошові агрегати та рівень монетизації економіки Польщі у 2005–2016 рр.

Рік	Грошові агрегати, млрд злотих				Грошовий мультиплікатор	Монетизація економіки, %	Темпи приросту МЗ до темпів приросту ВВП
	М0	М1	М2	МЗ			
2005	70,5	220,6	415,2	427,1	6,058	46,7	2,48
2006	88,8	275,8	481,2	495,3	5,577	47,2	2,56
2007	102,7	335,3	549,3	561,6	5,468	48,8	1,97
2008	126,3	349,9	660,2	666,3	5,275	52,2	3,65
2009	137,5	388,3	714,8	720,2	5,238	53,6	5,06
2010	139,7	449,2	774,7	783,6	5,609	56,2	2,26
2011	138,2	468,1	863,7	881,5	6,378	55,5	2,78
2012	167,2	484,8	900,3	921,4	5,511	56,9	2,25
2013	155,0	536,2	935,1	955,4	6,164	57,7	2,18
2014	191,6	606,3	1 044,6	1 059,0	5,527	59,4	3,18
2015	212,2	692,1	1 145,3	1 155,0	5,445	63,4	2,53
2016	220,5	815,3	1 256,2	1 265,7	5,740	66,2	3,17

Розраховано за даними Національного банку Польщі (<http://www.nbp.pl/>).

Таблиця 10. Темпи приросту грошових агрегатів Національного банку Польщі в 2006–2016 рр.

Рік	Темпи приросту грошових агрегатів до попереднього року, %				Темпи приросту ВВП, %
	M0	M1	M2	M3	
2006	26,0	25,0	15,9	16,0	6,2
2007	15,7	21,6	14,2	13,4	6,8
2008	23,0	4,4	20,2	18,6	5,1
2009	8,9	11,0	8,3	8,1	1,6
2010	1,6	15,7	8,4	8,8	3,9
2011	-1,1	4,2	11,5	12,5	4,5
2012	21,0	3,6	4,2	4,5	2,0
2013	-7,3	10,6	3,9	3,7	1,7
2014	23,6	13,1	11,7	10,8	3,4
2015	10,8	14,2	9,6	9,1	3,6
2016	3,9	17,8	9,7	9,6	2,8

Розраховано за даними Національного банку Польщі (<http://www.nbp.pl/>).

на 48,6 %, а M3 – у 2,2 раза, що вказує на високий рівень кредитної й депозитної діяльності банків. Унаслідок послідовної та виваженої грошово-кредитної політики рівень монетизації економіки Казахстану підвищився на 1,8 в. п., а грошовий мультиплікатор – на 25,5 %, що є свідченням стабільної роботи банківської системи та рівномірного насичення економіки грошима (табл. 11).

Узагальнюючи сучасні тенденції управління процесами монетизації економіки в зарубіжних країнах доходимо висновку, що спільними рисами для більшості країн є:

- постійне підвищення рівня монетизації національної економіки та, відповідно, зменшення швидкості обертання грошей;
- зниження грошового мультиплікатора й уповільнення кредитно-депозитної емісії в розвинутих країнах унаслідок проведення політики кількісного пом'якшення, а також зворотні процеси в країнах із ринками, що розвиваються, через посилення інфляційних явищ;
- скорочення частки готівки у структурі грошової бази та грошової маси;

Таблиця 11. Показники монетизації економіки Казахстану протягом 2010–2016 рр.

Рік	Грошова база, трлн тенге	Грошові агрегати, трлн тенге				Рівень монетизації, %	Грошовий мультиплікатор
		M0	M1	M2	M3		
2010	2,64	1,09	3,11	6,65	8,61	40,0	3,26
2011	3,38	1,30	3,61	7,78	9,62	41,7	2,85
2012	2,75	1,42	3,72	8,57	10,50	41,1	3,82
2013	2,86	1,40	3,49	8,85	11,88	43,7	4,15
2014	3,11	1,04	2,80	7,63	12,40	41,3	3,99
2015	4,72	1,17	2,97	8,57	17,70	43,4	3,75
2016	4,68	1,62	4,31	12,10	19,08	41,8	4,08

Розраховано за даними Національного банку Казахстану (<http://www.nationalbank.kz/>).

- спрощення структури грошових агрегатів і поступовий перехід до використання широких грошових агрегатів;
- застосування центральними банками нетрадиційних заходів монетарної політики.

Загальною світовою тенденцією монетизації економіки впродовж останніх років стало розширення пропозиції грошей, пов'язане з реалізацією так званих нетрадиційних заходів грошово-кредитної політики, до котрих відносять кількісне й кредитне пом'якшення. Розпочався цей процес у США після світової фінансової кризи 2008–2009 рр.

У науковій літературі кількісне пом'якшення (*quantitative easing*, QE) характеризується як нетрадиційні заходи монетарної політики, котру проводять центральні банки розвинутих країн із метою стимулювання розвитку національних економік, що передбачають надання ринку додаткової ліквідності шляхом викупу активів, використання спеціальних кредитних програм, ринкових способів підтримки тощо. Така політика має на меті розчищення балансів банків та нефінансових корпорацій, стабілізацію фінансових і банківських систем та стимулювання споживання й виробництва. Проте на практиці її реалізація сприяє збільшенню обсягів грошової маси в обігу [11; 14; 15; 22].

Перша програма кількісного пом'якшення економіки QE1, яка дістала назву “Large-scale Asset Purchase”, була оголошена Федеральним комітетом з операцій на відкритому ринку (FOMC) у листопаді 2008 р. і тривала до 2009 р. Відповідно до цієї програми ФРС викупила в банків та корпорацій низьколіквідні боргові зобов'язання на суму 1,75 трлн дол. США. Однак така фінансова підтримка виявилася недостатньою, тому було розроблено програму QE2, котра стартувала в листопаді 2010 р. і діяла до червня 2011 р. У ході її реалізації ФРС США викупила казначейські зобов'язання на суму 600 млрд дол., а також реінвестувала борги компаній, які брали участь у програмі QE1, на суму 300 млрд дол., що сприяло відновленню стабільного функціонування фондових ринків. У вересні 2012 р. ФРС США розпочала третю програму кількісного пом'якшення, QE3, котра тривала до кінця 2014 р. та передбачала щомісячний викуп забезпечених заставою іпотечних облігацій на суму 40 млрд дол. і казначейських зобов'язань на суму 45 млрд дол. Таким чином, нетрадиційні заходи монетарної політики ФРС США були спрямовані переважно на стимулювання дії каналів цін активів та очікування монетарного трансмісійного механізму.

На відміну від ФРС США, Банку Англії й Банку Японії, ЄЦБ звернувся до нетрадиційних заходів монетарної політики у 2012 р., застосувавши так зване кредитне пом'якшення для підтримки ліквідності банківської системи та розширення банківського кредитування. У 2014 р. ЄЦБ розпочав викуп забезпечених облігацій, у т. ч. державних, та сек'юритизованих кредитів, тобто фактично відбулося кількісне пом'якшення, відповідно до якого щомісячна сума викупу фінансових активів становила 60 млрд євро, а з березня 2016 р. – 80 млрд євро [11].

Реалізація кількісного й кредитного пом'якшення в розвинутих країнах призвела до виникнення “пастки ліквідності”, теоретичну ймовірність якої довів Дж. М. Кейнс, – макроекономічної ситуації, коли зниження процентної ставки стає неможливим і вона не здатна ефективно виконувати функцію ринкового регулятора. На практиці “пастка ліквідності” може виникати за дефляції або дуже низької інфляції. В такому разі дієвість процентного каналу монетарного трансмісійного механізму різко погіршується та порушуються механізми фінансового посередництва, що підтверджується зменшенням грошового мультиплікатора.

Особливістю сучасного етапу управління процесом монетизації економіки є запровадження низьких чи нульових базових процентних ставок і від'ємних ставок за депозитними операціями центральних банків. Уперше це було зроблено в 1972 р. у Швейцарії в рамках регуляторних заходів із метою стримування припливу іноземного капіталу, коли за банківськими вкладками нерезидентів була встановлена плата в розмірі 2 % річних. У 1990-х роках в умовах фінансової кризи практику від'ємних процентних ставок задля протидії дефляції запровадив Банк Японії, у 2013 р. – Національний банк Данії, а в 2014 р. – ЄЦБ [1, с. 68; 23, с. 36]. Так, із березня 2016 р. базова процентна ставка ЄЦБ дорівнює 0 %, ставка за кредитними операціями – 0,25, а за депозитними – -0,4 %. Наразі від'ємні процентні ставки використовують також Швеція та Швейцарія. Відповідно до такої процентної політики центробанків уряди встановлюють низькі або від'ємні ставки дохідності за державними облігаціями. Наприклад, починаючи з 2016 р. дохідність німецьких державних цінних паперів із п'ятирічним терміном обігу та швейцарських 10-річних облігацій є від'ємною.

Головною метою запровадження політики ZIRM (монетарна політика нульових процентних ставок) і NIRM (монетарна політика від'ємних процентних ставок) є заохочення банків використовувати надлишкову ліквідність для кредитування економіки. Таким чином центральні банки стимулюють збільшення обсягів грошової маси в обігу та підвищення монетизації економіки. Крім того, цей підхід можна розглядати в контексті загальної політики фінансових репресій із метою підтримання процентних ставок на низькому чи від'ємному рівні [15, с. 33]. Разом із тим варто зауважити, що з 2016 р. ФРС США відмовилася від ZIRM і в березні 2017 р. підвищила базову процентну ставку з 0,5–0,75 до 0,75–1 %. Таке посилення монетарної політики у США означає додаткове зміцнення долара та може спричинити девальвацію валют країн із ринками, що розвиваються.

Нетрадиційні заходи грошово-кредитного регулювання, з одного боку, дали центральним банкам розвинутих країн більшу свободу дій, особливо щодо стимулювання економічної активності та підтримки економічного зростання, проте з другого – істотно ускладнили їхню роботу, пов'язану з необхідністю розширення спектра використовуваних інструментів та їх складного комбінування, щоб їх застосування не суперечило досягненню цілей грошово-кредитної політики й узгоджувалося із загальною економіч-

ною політикою держави. Проте після реалізації механізмів пом'якшення значно зросли обсяги емісії валют цих країн, що вплинуло на стан світового валютного ринку та призвело до девальвації національних валют у багатьох країнах, особливо з ринками, які розвиваються.

Тому науковці й експерти по-різному оцінюють ефективність програм кількісного пом'якшення. На думку цілого ряду дослідників, вплив цих програм на економіку країн, котрі їх запровадили, був загалом сприятливим (досягнуто пожвавлення внутрішнього ринку, стабілізація фінансових систем і ринків цінних паперів, підвищення рівня зайнятості тощо). Такої позиції дотримується й МВФ, який вважає, що нетрадиційні заходи монетарної політики привели до зниження системних ризиків, відновлення функціонування фінансових ринків та мали позитивний транскордонний вплив на світові фондові ринки, однак їх використання в інших країнах пов'язане зі значними ризиками [4, с. 324; 5, с. 48; 12, с. 62; 23, с. 27; 24, с. 59].

Водночас чимало дослідників вважають запроваджені заходи тотожними додатковій емісії грошей, що підтверджується помітним збільшенням у 2008–2015 рр. грошової бази в США, єврозоні та Японії. Як стверджують Ф. Кур-Тіманн і Б. Уінклер, незважаючи на певну схожість таких заходів, це не так, оскільки вплив кількісного пом'якшення на економіку відрізняється від впливу емісії грошей і вони по-різному позначаються на обсягах, структурі й динаміці грошової маси [7].

На думку Дж. Стігліца й Х. Рашида, кількісне пом'якшення у США сприяло збільшенню споживання та інвестицій, оскільки основна частка додаткової ліквідності повернулася до ФРС у вигляді коштів, накопичених на депозитних рахунках, а зниження процентних ставок призвело у 2015 р. до відпливу капіталів із країн з ринками, що розвиваються, в обсязі майже 615 млрд дол., тимчасом як у 2010 р. приплив капіталу в ці країни був майже таким самим. Через істотне зниження процентних ставок у всьому світі значно зросли обсяги боргових цінних паперів, випущених нефінансовими корпораціями, однак одержані кошти не були спрямовані в інвестиційні проекти – корпорації витратили їх на викуп власних акцій або купівлю інших фінансових активів. Окрім того, на сьогодні у структурі активів ФРС США частка корпоративних цінних паперів практично дорівнює частці державних, утім, у докризовий період державні цінні папери помітно переважали. Тому ці вчені дійшли висновку, що низькі процентні ставки принесли мало користі розвинутим країнам, але дорого обійшлися країнам із ринками, що розвиваються [11].

З огляду на важливу роль США та країн єврозони у світовій економіці, наслідки нетрадиційної монетарної політики їхніх центробанків мали великий вплив на економіку інших країн. На переконання К. Чена, внаслідок реалізації програм QE в інших розвинутих країнах були зменшені довгострокові процентні ставки, на 20–80 б. п. знизилася дохідність облігацій та на 4–11 % знецінилися національні валюти [15]. У країнах із ринками, що розвиваються, спостерігалося падіння цін на активи, стрімка девальвація

національних валют і прискорення темпів інфляції, що дестабілізувало їхні фінансові системи. При цьому транскордонний вплив нетрадиційних заходів монетарної політики ФРС США, в т. ч. на країни єврозони, виявився значно більшим, ніж заходів ЄЦБ, Банку Англії та Банку Японії, а витрати й переваги кількісного пом'якшення у США та єврозоні були розподілені між розвинутими країнами й тими, що розвиваються, нерівномірно. Фактично кількісне пом'якшення завдяки викупу цінних паперів сприяло перевищенню балансами центральних банків рівня, необхідного для підтримання нульової процентної ставки, та зумовило потребу в збалансуванні попиту й пропозиції грошей на новому рівні [15].

Останнім часом у вітчизняній науковій літературі точиться дискусія щодо можливості запровадження в Україні політики кількісного або кредитного пом'якшення [4; 5; 12; 14; 18]. На нашу думку, якщо в нашій державі й можлива реалізація нестандартних заходів грошово-кредитної політики, то лише вибірково та в дуже обмежених обсягах. Інакше ми можемо наразитися на незабезпечену й неконтрольовану емісію грошей. З урахуванням світового досвіду реальними заходами грошово-кредитної політики НБУ в умовах фінансової нестабільності, з точки зору вдосконалення процесів монетизації економіки, можуть бути:

- послаблення монетарних обмежень;
- використання режиму вільного курсоутворення або керованого плавання;
- збільшення обсягів міжнародних резервів;
- посилення фіскальної дисципліни, підвищення рівня обслуговування зовнішніх боргів та поліпшення загального стану державних фінансів;
- розроблення й реалізація стабілізаційних програм і стимулюючих заходів;
- посилення стимулів та поліпшення умов кредитування корпоративного сектору;
- підвищення капіталізації банківської системи й удосконалення регуляторних і наглядових заходів із метою посилення довіри до банківської системи.

Проте в умовах макроекономічної та фінансової нестабільності, а також високого рівня інфляції, характерних для багатьох країн із ринками, що розвиваються, реалізувати такі заходи на практиці дуже складно. Тому основне завдання центральних банків цих країн полягає в забезпеченні стабільності функціонування банківських систем і зниження інфляції.

Проведений аналіз управління монетизацією економіки в зарубіжних країнах дає підстави для висновку, що з метою оптимізації цього процесу та поліпшення регулювання грошового обігу в Україні необхідно:

- вдосконалити структуру грошових агрегатів і використовувати їхні широкі показники;
- включити електронні гроші до складу грошового агрегату M2;
- вжити заходів для подальшого зниження частки готівки у структурі грошової бази та грошової маси;

- створити сприятливий кредитний клімат і пом'якшити умови банківського кредитування задля розвитку економіки;
- оптимізувати співвідношення наданих банками кредитів та залучених депозитів і стимулювати кредитно-депозитну діяльність банків.

Список використаних джерел

1. Ефективність та конкурентоспроможність банківської системи України / за ред. Г. Т. Карчевої, Т. С. Смовженко. Київ : УБС НБУ, 2016. 278 с.
2. Лютий І. О., Мищенко В. І. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України. *Фінанси України*. 2006. № 5. С. 21–31.
3. Обґрунтування методичних підходів до оцінки стійкості фінансової системи : інформ.-аналіт. матеріали. 2006. Вип. 6. 162 с.
4. Аржевітін С. М. Монетарне регулювання економіки України: поточні виклики та задачі. *Науковий вісник Ужгородського університету. Сер. : економіка*. 2016. Вип. 1 (47). Т. 1. С. 319–326.
5. Грошово-кредитна система України в умовах ринкових перетворень в економіці : монографія / за ред. О. В. Дзюбюка. Тернопіль : Карт-Бланш, 2007. 308 с.
6. Коваленко В. В. Грошово-кредитна політика та її вплив на подолання структурних дисбалансів економіки України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. № 12. С. 445–449.
7. Cour-Thimann P., Winkler B. The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure. *Working Paper Series*. 2013. No. 1528. URL: http://www.thehawktrader.com/ita/paper/ECB_nonstandardMonetaryPolicy.pdf.
8. Лютий І. О., Мищенко С. В. Вплив фінансового сектору на функціонування економічної системи. *Фінанси України*. 2007. № 3. С. 14–28.
9. Мищенко С. В. Економічна сутність процесу монетизації та його роль у забезпеченні розвитку економіки та стабільності фінансової системи. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Сер. : економіка*. 2015. № 10 (175). С. 40–45.
10. Мищенко С. Протиріччя сучасних грошових систем і шляхи їх подолання. *Вісник НБУ*. 2012. № 8. С. 24–29.
11. Stiglitz J. E., Rashid H. What's Holding Back the World Economy? URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/whats-holding-back-the-global-economy-by-joseph-e--stiglitz-and-hamid-rashid-2016-02>.
12. Савлук М. І. Трансформація функціональних завдань НБУ в умовах системної розбалансованості економіки. *Фінанси України*. 2016. № 9. С. 53–64.
13. Сахно А. О. Количественное смягчение в США: что делают банкам с таким объемом ликвидности? URL: <https://global.hse.ru/data/2016/09/08/1119919671/%D1%81%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8C%D1%8F%201.pdf>.
14. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха ; Центр наук. дослідж. НБУ. Київ : УБС НБУ, 2009. 404 с.
15. Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison / Chen Q. et al. *BIS Working Papers*. 2017. No. 610, Febr. URL: <http://www.bis.org/publ/work610.htm>.
16. Шумило І., Лисенко Р. Теоретичні і практичні аспекти аналізу стану фінансової системи економіки. *Вісник НБУ*. 2006. № 3. С. 6–11.
17. Сомих А. Доларизація: причини та наслідки для економіки України. *Вісник НБУ*. 2007. № 5. С. 28–31.
18. Науменкова С. В., Мищенко С. В. Регулирование денежного обращения на основе использования методов и инструментов денежно-кредитной политики. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Сер. : економіка*. 2013. № 6 (147). С. 66–72.
19. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України : наук.-аналіт. матеріали. 2010. Т. 15. 124 с.
20. Мищенко С. Проблеми реалізації монетарної політики в умовах структурних дисбалансів (на прикладі Ісландії). *Вісник НБУ*. 2009. № 3. С. 22–26.

21. Общемировая денежная масса. URL: <http://spydell.livejournal.com/588654.html>.
22. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку / за ред. В. М. Опаріна, В. М. Федосова. Київ : КНЕУ, 2016. 659 с.
23. Банківська система України на шляху євроінтеграції : монографія / авт. кол. ; за ред. С. А. Буковинського ; Центр наук. дослідж. НБУ. Київ : УБС НБУ, 2015. 496 с.
24. Domanetskyi I. V. Forecasting of capitalization of banking institutions in Ukraine. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*. 2015. No. 2 (17). P. 57–64.

References

1. Karcheva, H. T., Smovzhenko, T. S. (Eds.). (2016). *Efekty'vnist' ta konkurentospromozhnist' bankiv's'koyi sy'stemy' Ukrayiny'* [Efficiency and competitiveness of the Ukrainian banking system]. Ky'yiv: UBS NBU [in Ukrainian].
2. Lyuty'j, I. O., Mishhenko, V. I. (2006). Problemy' rozvy'tku suchasnoho mizhnarodnoho finansovoho ry'nku ta intehtacijny'j kurs Ukrayiny' [Problems of development of the modern international financial market and the integration course of Ukraine]. *Finansy' Ukrayiny'* [Finance of Ukraine], 5, 21–31 [in Ukrainian].
3. Center for Scientific Research of National Bank of Ukraine. (2006). *Obg'runtuvannya metody'chny'kh pidkhodiv do ocinky' stijkosti finansovoyi sy'stemy'* [Substantiation of methodical approaches to the assessment of the stability of the financial system] (Vol. 6). Ky'yiv: Author [in Ukrainian].
4. Arzhevitin, S. M. (2016). Monetarne rehulyuvannya ekonomiky' Ukrayiny': potochni vy'kly'ky' ta zadachi [Monetary regulation of the Ukrainian economy: current challenges and tasks]. *Naukovy'j visny'k Uzhhorods'koho universy'tetu. Seriya: ekonomika* [Scientific Bulletin of Uzhgorod University. Series: Economics], No. 1 (47), Vol. 1, 319–326 [in Ukrainian].
5. Dzyublyuk, O. V. (Ed.). (2007). *Hroshovo-kredy'tna sy'stema Ukrayiny' v umovakh ry'nkovy'kh peretvoren' v ekonomici* [The monetary and credit system of Ukraine in the conditions of market transformations in the economy]. Ternopil': Kart-Blansh [in Ukrainian].
6. Kovalenko, V. V. (2016). Hroshovo-kredy'tna polity'ka ta yiyi vply'v na podolannya strukturny'kh dy'sbalansiv ekonomiky' Ukrayiny' [Monetary policy and its impact on overcoming structural imbalances in the economy of Ukraine]. *Hlobal'ni ta nacional'ni problemy' ekonomiky'* [Global and national problems of the economy], 12, 445–449 [in Ukrainian].
7. Cour-Thimann, P., Winkler, B. (2013). The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure. *Working Paper Series*, 1528. Retrieved from http://www.thehawktrader.com/ita/paper/ECB_nonstandardMonetaryPolicy.pdf.
8. Lyuty'j, I. O., Mishhenko, S. V. (2007). Vply'v finansovoho sektoru na funkcionuvannya ekonomichnoyi sy'stemy' [The influence of the financial sector on the functioning of the economic system]. *Finansy' Ukrayiny'* [Finance of Ukraine], 3, 14–28 [in Ukrainian].
9. Mishhenko, S. V. (2015). Ekonomichna sutnist' procesu monetyzaciyi ta joho rol' u zabezpechenni rozvy'tku ekonomiky' ta stabil'nosti finansovoyi sy'stemy' [The economic essence of the process of monetization and its role in ensuring economic development and stability of the financial system]. *Visny'k Ky'yivs'koho nacional'noho universy'tetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriya: ekonomika* [Bulletin of the Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics], 10 (175), 40–45 [in Ukrainian].
10. Mishhenko, S. (2012). Proty'richchya suchasny'kh hroshovy'kh sy'stem i shlyakhy' yikh podolannya [Contradictions of modern monetary systems and ways to overcome them]. *Visny'k NBU* [Bulletin of the National Bank of Ukraine], 8, 24–29 [in Ukrainian].
11. Stiglitz, J. E., Rashid, H. (2016, February 8). *What's Holding Back the World Economy?* Retrieved from <http://www.project-syndicate.org/commentary/whats-holding-back-the-global-economy-by-joseph-e--stiglitz-and-hamid-rashid-2016-02>.
12. Savluk, M. I. (2016). Transformaciya funkcional'ny'kh zavdan' NBU v umovakh sy'stemnoyi rozbilansovanosti ekonomiky' [The NBU functional tasks transformation in the conditions of systematic imbalance of economy]. *Finansy' Ukrayiny'* [Finance of Ukraine], 9, 53–64 [in Ukrainian].

13. Sakhno, A. O. (n. d.). *Kolichestvennoe smyagchenie v SShA: chto delat' bankam s takim ob'yomom likvidnosti?* [Quantitative Easing in the US: what banks should do with all that money?]. Retrieved from <https://global.hse.ru/data/2016/09/08/1119919671/%D1%81%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8C%D1%8F%201.pdf> [in Russian].

14. Stel'makh, V. S. (Ed.). (2009). *Monetarna polityka Nacional'noho banku Ukrainy: suchasny'j stan ta perspektyvy' zmin* [Monetary policy of the National Bank of Ukraine: current state and prospects for change]. Ky' yiv: UBS NBU [in Ukrainian].

15. Chen, Q., Lombardi, M. J., Ross A. & Zhu, F. (2017, February). Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison. *BIS Working Papers*, 610. Retrieved from <http://www.bis.org/publ/work610.htm>.

16. Shumy'lo, I., Ly'senko, R. (2006). *Teorety'chni i prakty'chni aspekty' analizu stanu finansovoyi sy'stemy' ekonomiky'* [Theoretical and practical aspects of the analysis of the state of the financial system of the economy]. *Visny'k NBU* [Bulletin of the National Bank of Ukraine], 3, 6–11 [in Ukrainian].

17. Somy'k, A. (2007). *Dolary'zaciya: pry'chy'ny' ta naslidky' dlya ekonomiky' Ukrainy'* [Dollarization: causes and consequences for the economy of Ukraine]. *Visny'k NBU* [Bulletin of the National Bank of Ukraine], 5, 28–31 [in Ukrainian].

18. Naumenkova, S. V., Mishhenko, S. V. (2013). *Regulirovanie denezhnogo obrashheniya na osnove ispol'zovaniya metodov i instrumentov denezhno-kreditnoj politiki* [Regulation of money circulation on the basis of using monetary policy methods and instruments]. *Visny'k Ky'yivs'koho nacional'noho universy'tetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriya: ekonomika* [Bulletin of the Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics], 6 (147), 66–72 [in Russian].

19. Center for Scientific Research of National Bank of Ukraine. (2010). *Hnuchky' j rezhy'm kursoutvorenniya: etapy' zaprovadzhennya ta mozhly'vi naslidky' dlya ekonomichnoho rozvy'tku Ukrainy'* [Flexible exchange rate regime: stages of implementation and possible implications for Ukraine's economic development] (Vol. 15). Ky' yiv: Author [in Ukrainian].

20. Mishhenko, S. (2009). *Problemy' realizaciyi monetarnoyi polity'ky' v umovakh strukturny'kh dy'sbalansiv (na pry'kladi Islandiyi)* [Problems of realization of monetary policy in conditions of structural imbalances (on an example of Iceland)]. *Visny'k NBU* [Bulletin of the National Bank of Ukraine], 3, 22–26 [in Ukrainian].

21. *Obshhemirovaya denezhnaya massa* [Worldwide money supply]. (2015, August 13). Retrieved from <http://spydell.livejournal.com/588654.html> [in Russian].

22. Oparin, V. M., Fedosov, V. M. (Eds.). (2016). *Finansova infrastruktura Ukrainy': stan, problemy' ta perspektyvy' rozvy'tku* [Ukraine's financial infrastructure: status, problems and development prospects]. Ky' yiv: KNEU [in Ukrainian].

23. Bukovy'ns'ky'j, S. A. (Ed.). (2015). *Bankivs'ka sy'stema Ukrainy' na shlyakhu yevrointehracyi* [The banking system of Ukraine on the path of European integration]. Ky' yiv: UBS NBU [in Ukrainian].

24. Domanetskyi, I. V. (2015). Forecasting of capitalization of banking institutions in Ukraine. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*, 2 (17), 57–64.