

Конкурсна наукова робота

на тему:

**«Переваги та ризики політики екстремально низьких процентних ставок у  
європейських країнах»**

Наукова робота під шифром

**«Процентні ставки»**

2021 рік

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ПЕРЕДУМОВИ ПОТРАПЛЯННЯ ЕКОНОМІК ПРОМИСЛОВИХ КРАЇН В СИТУАЦІЮ З ЕКСТРЕМАЛЬНО НИЗЬКОЮ ПРОЦЕНТНОЮ СТАВКОЮ.....	6
1.1. Загальні чинники.....	6
1.2. Засадничі ризики.....	10
РОЗДІЛ 2. АНАЛІТИЧНИЙ АСПЕКТ ДОСЛІДЖЕННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ В СТАНІ НИЗЬКИХ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК.....	13
2.1. Наслідки фіскальної та монетарної політики в стані низьких процентних ставок (модель Манделла–Флемінга).....	13
2.2. Макроекономічні чинники процентної ставки (емпіричні дослідження) .....	19
РОЗДІЛ 3. СПОСОБИ ВИХОДУ ЗІ СТАНУ ЕКСТРЕМАЛЬНО НИЗЬКОЇ ПРОЦЕНТНОЇ СТАВКИ.....	26
3.1. Досвід Японії .....	26
3.2. Можливі сценарії для європейських країн.....	30
ВИСНОВКИ.....	34
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	36
ДОДАТОК А.....	38
ДОДАТОК Б.....	40

## ВСТУП

Процентна ставка може мати обмежений вплив на макроекономічні показники порівняно закритих економік з нерозвиненим фінансовим ринком, але це не стосується промислових країн, де вартість кредитних ресурсів визначає характер інвестиційного процесу та функціонування домашніх господарств. У відкритих економіках з вільним рухом капіталу різниця процентних ставок визначає параметри обмінного курсу та пов'язаних з цим ефектів, як «перенос» обмінного курсу на ціни споживчих товарів чи залежність обсягів виробництва від вартості імпортованих компонент.

З позиції теорії грошей, процентна ставка – це ціна грошей як засобу заощадження. У дещо іншій інтерпретації процентна ставка визначає плату за використання грошей. Коли процентна ставка дорівнює нулю або навіть менше, то це вже політика екстремально низьких процентних ставок, яка проявила себе на практиці у декількох державах з розвинутою економікою порівняно недавно. Проте така практика все більше поширюється в сучасному світі, а черговий глибокий спад виробництва у зв'язку з пандемією Covid-19 лише підвищує ймовірність тривалого періоду низьких процентних ставок. Це, перш за все, стосується високорозвинених держав зі стабільним економічним розвитком та низьким рівнем інфляції, як більшість країн ОЕСР. Тема переваг та ризиків такої політики є надзвичайно актуальною, адже її наслідки в довгостроковому періоді досі достеменно не вивчені. Однак центральні банки окремих держав та ЄС це не зупинило і за останні десять років нульові процентні ставки стали більш поширеним явищем.

Відомо яких наслідків можна очікувати від екстремально низької процентної ставки, але виключно у короткостроковому періоді. Щодо довгострокової перспективи, то з'являються розбіжності та непевність щодо шляхів збереження стабільного розвитку без кризових явищ та збільшення державного боргу.

Саме тому **метою** даної роботи обрано дослідження різноманітних аспектів проблематики екстремально низької процентної ставки, зі спробою описати можливі сценарії розвитку подій для двох європейських країн – Данії і Швейцарії. Відповідно виникає актуальне **завдання** детального вивчення особливостей економічної політики за умови екстремально низької процентної ставки, що у багатьох випадках позначається підтриманням від’ємної ставки за депозитами. Таким чином, мета роботи обумовила окреслення низки конкретних завдань, а саме:

- проаналізувати засадничі чинники та ризики потрапляння економік промислових країн в ситуацію з екстремально низькою процентною ставкою;
- оцінити наслідки фіскальної та монетарної політики в стані низьких процентних ставок за допомогою моделі Манделла–Флемінга;
- здійснити емпіричний аналіз макроекономічних чинників процентної ставки;
- обґрунтувати напрями виходу економіки зі стану екстремально низької процентної ставки.

**Об’єктом** дослідження виступає політика урядів у сфері регулювання процентних ставок. **Предмет** дослідження – аналіз ризиків та переваг політики екстремально низьких процентних ставок у європейських країнах

У даному дослідженні з порівняльною метою також оцінено відповідні функціональні залежності для України – економіки з «нормальним» рівнем процентної ставки. Це дозволяє простежити певні відмінності з країнами, що вже довгий час мають екстремально низькі процентні ставки.

Проблему екстремально низьких процентних ставок здебільшого досліджували американські, європейські та японські науковці, що цілком природно, адже Японія першою з промислових країн опинилася у такій ситуації з початку 1990-х років. Серед українських економістів подібні академічні праці відсутні, що теж неважко пояснити, адже у нашій країні проблему становить цілком протилежний феномен – високих процентних ставок. Проте деякі статті вітчизняних авторів з проблематики низьких процентних ставок досить влучні та

заслуговують на увагу.

Одним з найбільш відомих дослідників феномену екстремально низьких процентних ставок є професор Колумбійського університету (США) М. Вудфорд. Він видав декілька книг, які стосуються безпосередньо мінімальних процентних ставок: "Процентна ставка та ціни: основи теорії грошово-кредитної політики" та "Нульове обмеження процентних ставок та оптимальна монетарна політика". Інший американський економіст, Н. Рубіні, професор економіки в Університеті Нью Йорка, в одному із інтерв'ю зазначив, що "економічна політика – особливо монетарна – стає все більш нетрадиційною, а різниця між монетарною та фіскальною політикою стає все більш розмитою." [10]. Якщо в середині 1990-х років, після зниження Банком Японії ставки рефінансування нижче 1%, така монетарна політика виглядає якщо не екзотичною, то принаймні короткочасною, на сьогодні такої впевненості немає. Японська ставка рефінансування залишається близькою до нуля по сьогодні, а відповідні дії центральних банків стали поширеною практикою.

Ставка рефінансування американського Федерального Резерву була близькою до нуля в 2008–2016 рр., потім незначно зросла, але від початку пандемії Covid-19 знову стала майже нульовою. З березня 2016 р. ставка рефінансування ЄЦБ (MRO, Main refinancing operations) залишається без змін на рівні 0%. Банки, які бажають розмістити депозити overnight, можуть це зробити під мінус 0,40% річних, а ті, хто хоче взяти кредити overnight, можуть це зробити під 0,25%. Політика нульової ставки від ЄЦБ вже тривалий час балансує економіку Єврозони, а також низка додаткових заходів, як реінвестування доходів від викуплених активів, TLTRO III (програма цільових операцій з довготермінового рефінансування), тендери з надання рефінансування за фіксованою ставкою, спрямовані на те, щоб наблизити інфляцію до цільового таргету на рівні 2% та прискорити економічне зростання шляхом збільшення обсягів кредитування.

Загалом становить інтерес вивчення аргументів на користь екстремально низької процентної ставки як засобу збільшення доходу під час тривалого спаду виробництва.

# РОЗДІЛ 1

## ПЕРЕДУМОВИ ПОТРАПЛЯННЯ ЕКОНОМІК ПРОМИСЛОВИХ КРАЇН В СИТУАЦІЮ З ЕКСТРЕМАЛЬНО НИЗЬКОЮ ПРОЦЕНТНОЮ СТАВКОЮ

### 1.1. Загальні чинники

Щоб визначити передумови ситуації з екстремально низькою процентною ставкою, спершу потрібно дати більш детальну її характеристику як економічного показника. Отож, відповідно до визначення НБУ, процентна ставка — це установлений розмір плати за розміщені чи залучені кошти, що встановлюється центральним банком як важіль впливу на економічні процеси, застосовується у сферах економіки, банківської та зовнішньоекономічної діяльності, а також як інструмент в антиінфляційних заходах [4].

До факторів, котрі мають вплив на процентну ставку та формують її значення варто віднести наступні:

- Загальний стан економіки. Передусім це визначає сукупний попит та рівновагу товарного і фінансових ринків, як це передбачають стандартні теоретичні конструкції кейнсіанської школи. Збільшення сукупного попиту підвищує процентну ставку, тоді як стагнація попиту здійснює тиск у бік зниження цього показника. Зв'язок взаємний, адже приватне споживання та інвестиції залежать від процентної ставки.
- Попит та пропозиція фінансових ресурсів. В дусі економістів класичної школи рівень процентної ставки визначається балансом заощаджень-інвестицій. До зниження процентної ставки однаковою мірою спричиняються збільшення заощаджень та зменшення попиту на інвестиції.
- Інфляція. Цей показник безсумнівно є вагомим в даному контексті, передусім з погляду стабілізаційної політики, що передбачає обмеження сукупного попиту на випадок прискорення цінової динаміки. Чим вищий рівень інфляції, тим більша здатність процентної ставки до зростання. Відповідна

залежність дуже поширена в сучасних неокейнсіанських моделях, що містять правило Тейлора. Точніше, центральний банк має підвищувати власну облікову ставку на випадок прискорення інфляції та зростання доходу (ВВП) понад деяке рівноважне значення.

- Уряд. Розпорядження уряду центральному банку щодо досягнення своїх економічних цілей. Це може бути прямий тиск з метою зниження вартості кредитних ресурсів, а передусім коштів обслуговування державного боргу.

- Світова процентна ставка. У малих відкритих економіках важко уникнути реакції внутрішньої процентної ставки на зміни вартості кредитних ресурсів на світових фінансових ринках. Якщо внутрішня процентна ставка занадто низька порівняно зі значенням процентної ставки за кордоном, виникатиме вплив капіталу, що позначиться або знеціненням грошової одиниці (плаваючий обмінний курс), або втратою валютних резервів (фіксований обмінний курс). В обох випадках може виникнути небажана нестабільність доходу.

- Рівень безробіття. Високий рівень безробіття, як правило, стимулює зниження процентної ставки. Вплив здійснюється переважно опосередковано – на тлі спаду ВВП, як це передбачає правило Тейлора, але останнім часом не бракує прикладів, що саме зниженням безробіття до певного рівня обумовлені зміни в політиці процентної ставки центрального банку. Наприклад, Банк Англії в післякризових 2010-2012 рр. оголосив, що підвищення процентної ставки не буде, аж доки безробіття не знизиться до 7%. Втім, у 2014 р. безробіття впало нижче 7%, але ставку рефінансування так і не було підвищено (це сталося пізніше в 2017 р.).

- Умови фондового ринку. Корпорації задовольняють свої потреби в коштах за рахунок розширення власного капіталу на фондових ринках або позик у фінансових установ. Тенденції жорсткої конкуренції на фондових ринках спонукають компанії йти на шлях розширення власного капіталу. Це зменшує попит на кошти за рахунок запозичень. З іншого боку, млява кон'юнктура

фондового ринку змушує корпорації запозичувати і, таким чином, збільшує попит на кошти.

- Інфляція заробітної плати. Цей чинник покладено в основу відомої кривої Філіпса, хоча останнім часом замість темпу зростання заробітної плати переважно використовується показник інфляції споживчих цін.

Таким чином, номінальна процентна ставка центральних банків залежить від багатьох чинників, але одним з найважливіших залишається рівень інфляції в країні чи регіоні (наприклад Євросоюз). Коли рівень інфляції поступово спадає, то така ситуація набуває стану дефляції, що зараз є актуально для високорозвинених держав таких, як Японія, США, Австралія, та деяких країни Євросоюзу. Не бракує тверджень, що дефляція навіть більш небезпечна, ніж інфляція, адже означає переважання песимізму на різноманітних ринках, перешкоджає збільшенню інвестицій та збільшує тягар обслуговування боргових зобов'язань приватного і державного секторів.

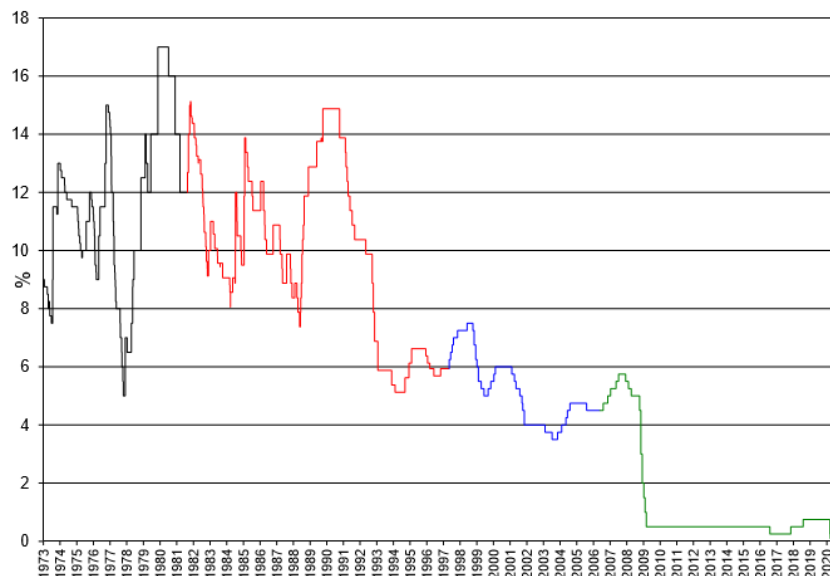
Дефляція є основною передумовою для політики екстремально низьких процентних ставок. Це, перш за все, нетрадиційна монетарна політика, коли центральний банк цілеспрямовано знижує номінальну процентну ставку до позначки в 0% – максимальної нижньої межі. Іншими словами, йдеться про метод стимулювання економічного зростання завдяки нульовим процентним ставкам.

США, Японія та кілька країн-членів Європейського Союзу в перші роки після Великої рецесії 2008–2009 рр., що стала наслідком глибокої фінансової кризи в США, яка швидко поширилася на всі країни світу, звернулися до цих нетрадиційних засобів для стимулювання економічної активності. Головна мотивація полягала у тому, щоб уникнути повторення Великої депресії 1929–1933 рр., коли дефляція в поєднанні з високою процентною ставкою призвели до численних банкрутств та глибокого спаду виробництва.

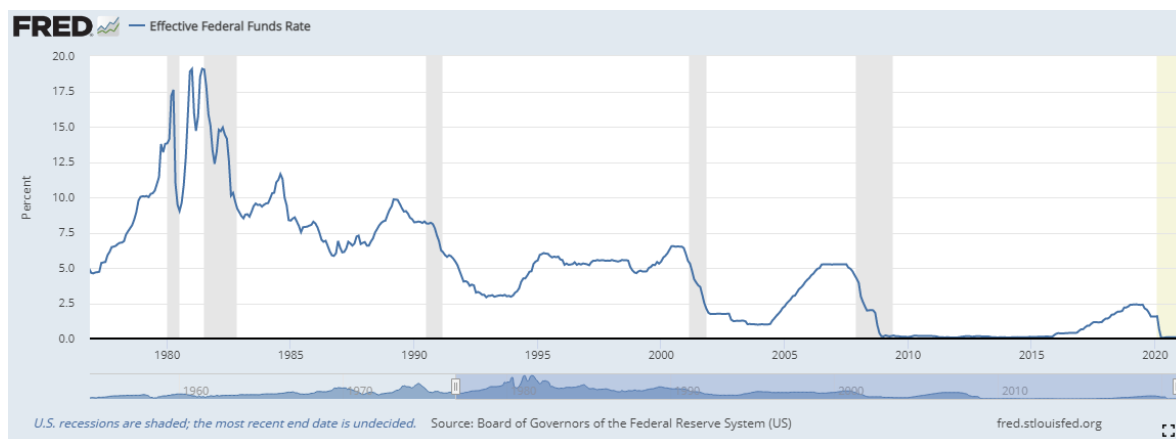
Економісти вважають, що агресивна грошово-кредитна політика є невід'ємною частиною процесу відновлення після фінансової кризи 2008–2009 рр. Після двох десятиліть повільного зростання Банк Японії вирішив ще раз



застосувати нульову процентну ставку для боротьби з дефляцією та сприяння економічному одужанню. Аналогічну політику проводили Великобританія (рис. 1.1) та США (рис. 1.2).



**Рис. 1.1.** Номінальна процентна ставка в Великобританії, 1973 – 2020 [15]



**Рис. 1.2.** Ставка федеральних фондів в США 1977–2020 [14]

На прикладі США, як до цього Японії, помітно, що період низької процентної ставки може бути тривалим. Така політика ФРС тривала в 2009–2016 рр., потім відбулося повернення до стандартної монетарної політики, коли на збільшення ВВП центральний банк реагує підвищенням процентної ставки, але вже на початку 2019 р. ставка почала знову знижуватися. Після початку

пандемії Covid-19 процентна ставка ФРС повернулася на «нульовий» рівень і на сьогодні немає певності, що черговий період низької процентної ставки знову не триватиме декілька років.

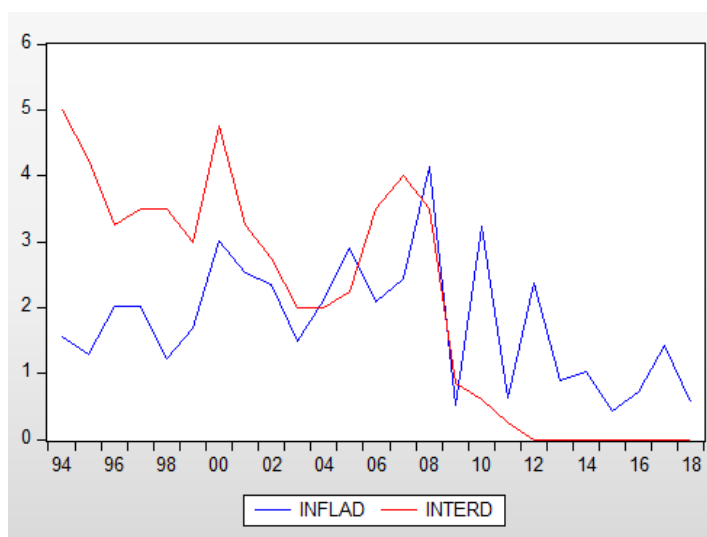
## 1.2. Засадничі ризики

Дефляція – це, звісно, позитивний показник, якщо врахувати зниження вартості споживчих товарів і послуг, проте проблеми можуть виникати в довгостроковій перспективі: оскільки знижуються ціни, сукупний попит спадає, стимули для інвестицій слабнуть, а відтак сповільнюється темп зростання економіки. Подекуди, дефляція вважається більш небезпечною макроекономічною проблемою, ніж інфляція. Коли ціни падають, підприємства та споживачі утримуються від придбання нового обладнання та товарів довготривалого використання в очікуванні їхнього подальшого здешевлення. Це призводить до скорочення виробництва та зростання безробіття, що ще більше знижує платоспроможний попит та, відповідно, викликає подальше зниження цін. Така ситуація в економіці має назву дефляційної спіралі. В таких випадках з'являється політика нульової або навіть від'ємної процентної ставки аби втримати обмінний курс національної валюти та стимулювати споживання, а відтак забезпечити стабільний темп зростання ВВП. Така політика тісно пов'язана з відомою пасткою ліквідності, при якій відсоткова ставка досягла свого мінімального значення і подальший приріст пропозиції грошей не зможе її зменшити та стимулювати інвестиційний попит.

Також надто низькі відсотки призводять до утворення економічних бульбашок на ринках реальних та фінансових активів, які згодом можуть несподівано луснути та спричинити глибоку фінансову кризу, як це сталося в Японії в 1990-ті роки. У дещо меншому масштабі таке виявилось на ринку нерухомості США, що швидко зростав в 2002–2004 рр. на тлі заниженого рівня процентної ставки, а потім зазнав поступового «обвалу» починаючи зі серпня

2006 р. (причиною стало підвищення вартості іпотеки), що врешті призвело до світової фінансової кризи 2008–2009 рр.

Нацбанк Швейцарії вже кілька років зберігає процентну ставку на від'ємному рівні. При цьому вартість грошової одиниці – швейцарського франка – залишається високою, а інфляція – низькою. Аби економіка стабільно розвивалась в довгостроковому періоді економісти визначають доцільний рівень інфляції на рівні 2-3% річних. Також середовище зростаючих цін стимулює споживачів та підприємства витратити та інвестувати гроші зараз, а не відкладати ці дії на майбутнє.



**Рис. 1.3.** Динаміка інфляції та номінальної процентної ставки в Данії, 1994 – 2018. INTERD – процентна ставка; INFLAD – інфляція.

У Данії Національний банк вперше запровадив від'ємну відсоткову ставку у 2012 році (рис. 1.3), щоб зберегти курс своєї валюти та захистити його від впливу євро. Тому що, коли ЄЦБ знижує свою процентну ставку, то виникає приплив капіталу, який загрожує надмірним збільшенням пропозиції грошової маси.

Відповідно, тут вже входить в силу політика Данського Національного Банку, який в свою чергу теж зменшує номінальну процентну ставку слідом за ЄЦБ. Таким чином процентна ставка в Данії сягнула позначки  $-0,75\%$ .

У 2016 році The Wall Street Journal писала, що данець, замість того, щоб платити відсотки по кредиту, узятому 11 років тому, в останньому кварталі

отримав від банку \$38 за від'ємної процентної ставки за кредитом. За даними Realkredit Danmark, найбільшого іпотечного кредитора країни, роком раніше у нього було 758 позичальників з негативними ставками за іпотекою. Видання зазначало, що негативна сторона цієї ситуації полягає в тому, що банки не платять відсотки за більшістю вкладів, тому громадяни вкладаються в нерухомість. Проте, як зазначала газета, у разі надмірного зростання інвестицій на ринку нерухомості, країні може загрожувати фінансова криза. [5] За останні 5 років нічого такого не сталося, а натомість на початку 2021 р. ситуація стала ще цікавішою. У країні з найдовшим часовим інтервалом від'ємної ставки центрального банку в позичальників з'явилася можливість отримати 20-річні іпотечні позики зі ставкою 0%.

Загалом практичний інтерес викликає аналіз логіки екстремально низької процентної ставки, яка принаймні у Данії, зберігає привабливість як засіб стабілізації економіки, що потерпає від стагнації сукупного попиту. Для України аналіз особливостей екстремально низької процентної ставки може бути корисним для усвідомлення того факту, що занадто низька процентна ставка може бути настільки ж ризиковим варіантом монетарної політики, що й занадто високий рівень цього показника.

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІТИЧНИЙ АСПЕКТ ДОСЛІДЖЕННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ В СТАНІ НИЗЬКИХ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК

#### 2.1. Наслідки фіскальної та монетарної політики в стані низьких процентних ставок (модель Манделла-Флемінга)

Данія – це мала відкрита економіка, процентна ставка якої не впливає на світову  $i$ , де діє фіксований обмінний курс, а також економіка характеризується високою мобільністю капіталу. У режимі фіксованого курсу, процентні ставки грошово-кредитної політики встановлюються для управління валютним курсом. Центральний банк Данії зазначає, що процентні ставки грошово-кредитної політики не можуть використовуватися для управління бізнес-циклом. Уряд проводить свою фіскальну та економічну політику задля досягнення стабільного економічного розвитку. Фінансова політика, орієнтована на стабільність, також є важливою для політики в режимі фіксованого курсу.

Особливості низької процентної ставки як середовища для проведення експансійної економічної політики проілюстровано у рівнянні (2.1). Рівняння IS характеризує обернену залежність між процентною ставкою  $i$  та доходу, як це притаманно для рівноваги на ринку товарів і послуг:

$$Y = C(Y - T; r) + I(r) + G + CA \left( Y, Y^*, \frac{EP^*}{P} \right), \quad (2.1)$$

де  $Y$  — доход (ВВП),  $C$  — приватне споживання,  $T$  — податки,  $G$  — урядові видатки,  $I$  — приватні інвестиції,  $r$  — процентна ставка,  $CA$  — сальдо поточного рахунку,  $P$  і  $P^*$  — рівні цін у даній країні та за кордоном, відповідно,  $E$  — обмінний курс грошової одиниці.

Якщо процентна ставка підвищується, це зменшує обсяги приватного споживання та інвестицій і таким чином обмежує сукупний попит. Зрозуміло, що наслідки є протилежними на випадок зниження процентної ставки. Інші чинники збільшення попиту – це: збільшення урядових видатків, зниження податків,

поліпшення цінових співвідношень у зовнішній торгівлі або зростання доходу за кордоном. Також потрібно зазначити, що збільшення доходу частково нівелює стимулюючий ефект від збільшення сукупного попиту за рахунок зростання попиту на імпорт (це погіршує сальдо поточного рахунку).

Рівняння LM описує функціональні залежності між пропозицією грошової маси і попитом на гроші:

$$\frac{M}{P} = L(Y, r), \quad (2.2)$$

де  $M$  – пропозиція грошової маси, а  $L$  – це функція попиту на гроші.

Можна зауважити, що пропозицію грошової маси в реальному вимірі ( $M/P$ ) знижує підвищення рівня цін. Попит на гроші зростає у випадку збільшення ВВП та зниження процентної ставки, однак у випадку екстремальної низької вартості кредитних ресурсів цей механізм не діє.

Нарешті, рівняння ВР визначає умову рівноваги платіжного балансу:

$$CA\left(Y, Y^*, \frac{EP^*}{P}\right) + k(r - r^*) = 0, \quad (2.3)$$

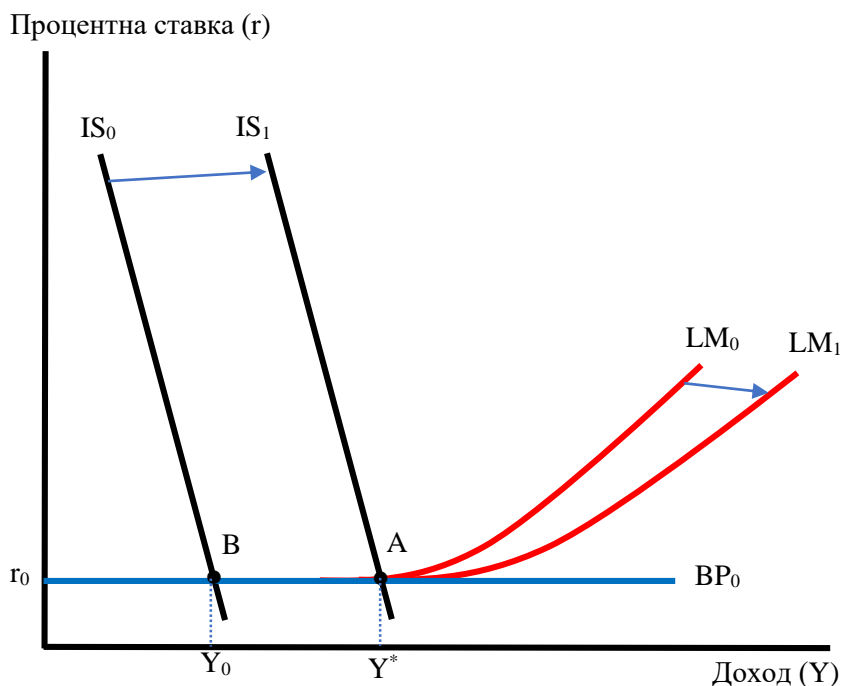
де  $r^*$  – світова процентна ставка.

Фактично у рівнянні (2.3) йдеться про фінансування дефіциту поточного рахунку припливом капіталу, який, зі свого боку, залежить від різниці процентних ставок у даній країні та за кордоном. Коефіцієнт  $k$  характеризує силу зв'язку між підвищенням процентної ставки та припливом капіталу. Для економік промислових країн, як Данія чи Швейцарія, така залежність, що зазвичай називається мобільністю капіталу, дуже висока ( $k = \infty$ ), тоді як для країн з нижчим доходом, як Україна, цей показник близький до 0.

Ймовірну інтерпретацію подій для Данії (економіка з фіксованим обмінним курсом) представлено на рис. 2.1. Лінія IS характеризує залежності між процентною ставкою і доходом на ринку товарів і послуг, а лінія LM – на грошовому ринку. Рівновагу платіжного балансу характеризує лінія ВР. Залежність між різницею процентних ставок і потоками капіталу приймається ідеальною

( $k = \infty$ ), що відповідає структурним характеристикам малої відкритої економіки з високим рівнем доходу.

Припустимо, що початково економіка перебуває на нижчому від рівноважного рівні доходу та екстремально низькому рівні процентної ставки (т. В). Процентна ставка близька до нуля, так що немає можливостей для її подальшого зниження, а рівень доходу нижчий від деякого рівноважного значення ( $Y_0 < Y^*$ ). Збільшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) неспроможне збільшити рівень доходу (навіть у короткочасному періоді), адже бракує можливостей зниження процентної ставки, яке за умов «нормального» рівня цього показника забезпечує збільшення приватного споживання та інвестицій. Щоправда, за умов фіксованого обмінного курсу збільшення грошової маси однаково не дозволяє збільшити обсяг доходу, адже цьому перешкоджатиме відплив капіталу і втрата валютних резервів, але для ситуації з «нульовою» процентною ставкою важливо, що немає можливостей навіть для короткочасного збільшення доходу.



**Рис. 2.1.** Модель Манделла–Флемінга для фіскальної політики в Данії

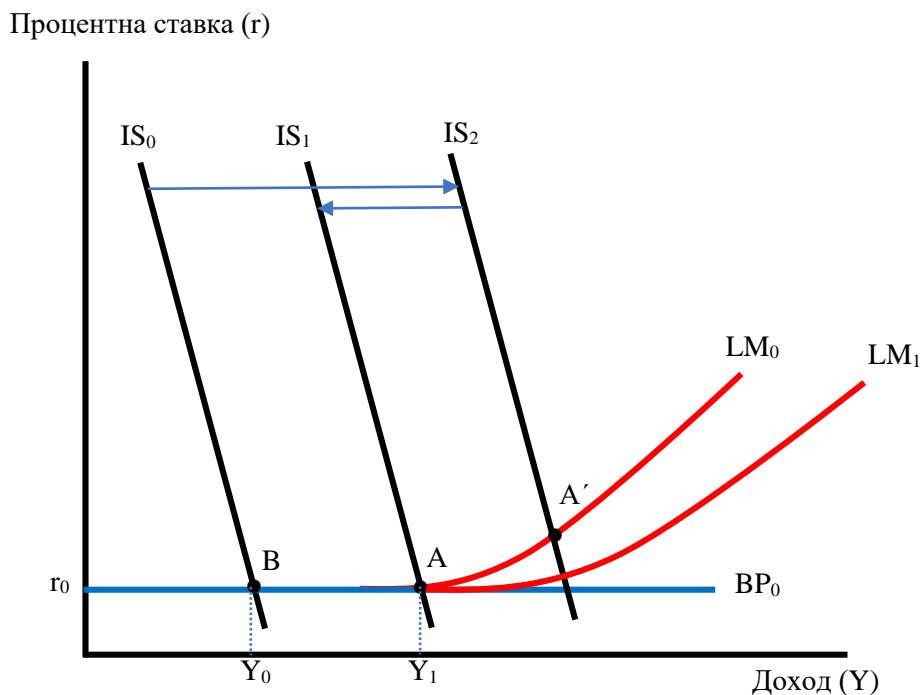
Джерело: власне опрацювання

Збільшення дефіциту бюджету за допомогою урядових видатків чи зниження податків та супутнє збільшення сукупного попиту ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) створює тенденцію до збільшення доходу, що дозволяє перейти до стану рівноваги (т. А). При цьому процентна ставка залишається на рівні  $r_0$ . Таким чином виникає можливість для збільшення доходу навіть за умов фіксованого обмінного курсу та екстремальної низької процентної ставки.

В Швейцарії діє режим плаваючого обмінного курсу, лише декілька разів впроваджувався тимчасовий валютний коридор для захисту швейцарського франка від сильніших на той час валют. Економіка характеризується так само ідеальною мобільністю капіталу. Хоча потенційно за умов плаваючого обмінного курсу зміна пропозиції грошової маси здатне впливати на дохід, такої можливості немає за умов екстремально низької процентної ставки. Подібно до фіксованого обмінного курсу, збільшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) не впливає на дохід, адже бракує можливостей для зниження процентної ставки та девальвації грошової одиниці. Звичайно, існує можливість, що девальвація виникне внаслідок безпосереднього перевищення пропозиції грошової маси над попитом на неї, але така можливість радше гіпотетична, адже в такому разі можна сподіватися на значне прискорення інфляції, а разом з ним – на підвищення процентної ставки.

Ситуація виглядає по-іншому за умов проведення експансійної фіскальної політики. З врахуванням ефектів обмінного курсу амплітуда фіскального стимулу має бути вищою, ніж це передбачає перехід до рівноважного стану (т. В). Після збільшення урядових видатків або зниження податків ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ) у новому стані внутрішньої рівноваги (т. С) виникає приплив капіталу та зміцнення грошової одиниці, що зменшує попит на ринку товарів і послуг ( $IS_1 \rightarrow IS_2$ ). У підсумку економіка опиняється у рівноважному стані на рівні доходу  $Y^*$  (т. А).

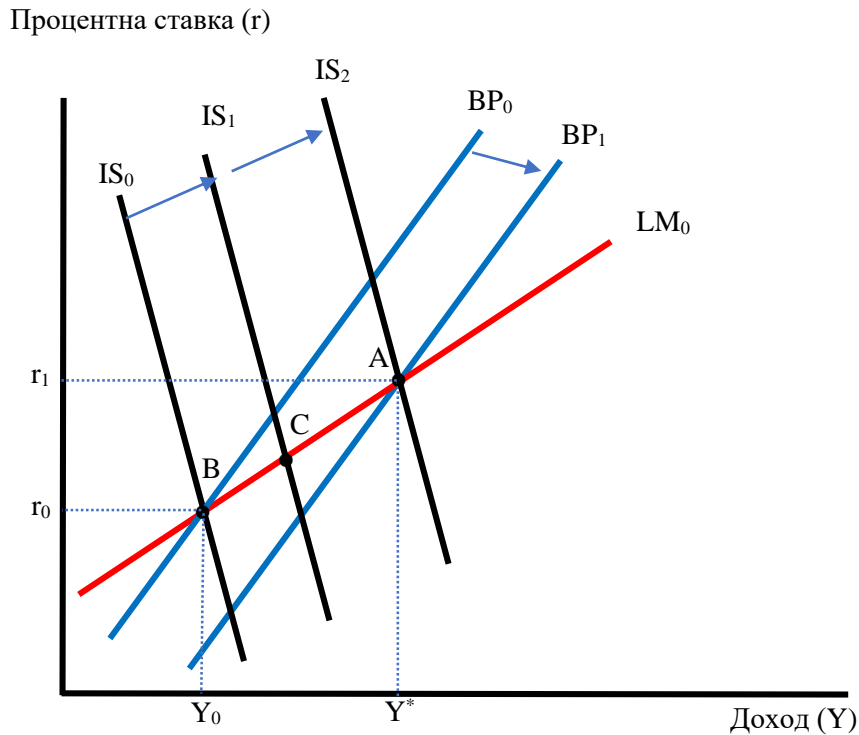




**Рис. 2.2.** Модель Манделла–Флемінга для фіскальної політики в Швейцарії

Джерело: власне опрацювання

В Україні обмінний курс є плаваючим, проте мобільність капіталу низька, що відбиває слабку залежність потоків капіталу від різниці процентних ставок. Відповідно крива платіжного балансу менш полого, ніж у попередніх країнах. Після збільшення дефіциту бюджету ( $IS_0 \rightarrow IS_1$ ), відповідна зміна на ринку товарів та послуг створює тенденцію до підвищення процентної ставки та збільшення доходу. В новому стані внутрішньої рівноваги (т. С) виникає від'ємне сальдо платіжного балансу, адже підвищення процентної ставки недостатньо для залучення достатнього капіталу для фінансування сальдо поточного рахунку, яке погіршується в унісон зі збільшенням доходу. Відповідно знецінюється грошова одиниця – гривня, адже попит на іноземну валюту перевищує її пропозицію. Таким чином поліпшується сальдо платіжного балансу і стимулюється сукупний попит. В т. С досягається рівновага, де значно зростає рівень доходу країни, однак підвищується процентна ставка.



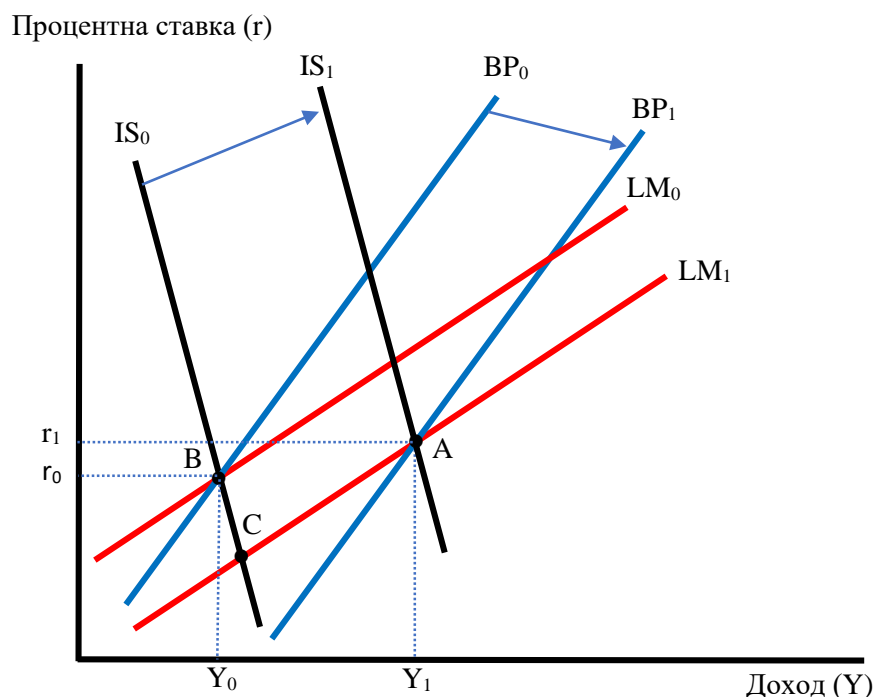
**Рис. 2.3.** Модель Манделла–Флемінга для фіскальної політики в Україні

Джерело: власне опрацювання

Наслідки збільшення доходу за допомогою експансійної монетарної політики показано на рис. 2.4. Збільшення грошової маси ( $LM_0 \rightarrow LM_1$ ) призводить до зниження процентної ставки та збільшує дохід (т. С). Грошова одиниця знеціниться слідом за погіршенням платіжного балансу, проте сальдо поточного рахунку поліпшиться. Зміни платіжного балансу та збільшення сукупного попиту підвищать рівень доходу зумовляють досягнення нового рівноважного стану (т. В). При цьому процентна ставка дещо підвищиться, але менше, ніж у випадку фіскальної політики.

Потрібно зазначити, що проведений аналіз не враховує можливостей підвищення цін після девальвації гривні. Якщо таке відбувається, то для досягнення рівноваги доходу на рівні  $Y^*$  стає необхідним більший дефіцит бюджету, що призведе до більшого підвищення процентної ставки. Як це передбачає рівняння (2.1), в разі підвищення рівня цін  $P$  пропозиція грошової маси в реальному вимірі знижується, що передбачає зміщення лінії LM вгору. Також не виключено, що девальвація гривні знижуватиме дохід за допомогою вищих

коштів виробництва. У такому разі амплітуда підвищення процентної ставки буде ще вищою.



**Рис. 2.4.** Модель Манделла–Флемінга для монетарної політики в Україні

Джерело: власне опрацювання

## 2.2. Макроекономічні чинники процентної ставки (емпіричні дослідження)

Для виявлення залежності процентної ставки від ряду показників варто використати двоетапний регресійний аналіз найменших квадратів. Для проведення дослідження було обрано дві європейські країни, котрі проводять політику екстремально мінімальних процентних ставок, а саме Данію та Швейцарію, та Україну з порівняно високою процентною ставкою.

Для всіх країн обрано однаковий набір макроекономічних показників:

1. Динаміка ВВП (% від ВВП).
2. Динаміка інфляції (%).
3. Реальний обмінний курс (%).
4. Кризові явища (фіктивна змінна) – роки, коли спостерігалися кризові

явища та їх очікування, позначено 1, всі решта роки – 0

5. Сальдо бюджету визначено різницею між надходженнями до бюджету та видатками (% від ВВП).

6. Номінальна ставка за кредитами (%).

7. Період низьких процентних ставок враховано за допомогою відповідної фіктивної змінної (роки, коли номінальна ставка сягала нульового та від’ємного значення, позначено 1, всі решта років – 0).

Фіктивна змінна в економетричних дослідженнях використовується для того, щоб позначити присутність або відсутність певного явища, яке може впливати на залежну змінну.

Дані для Данії обрано з часовим проміжком, котрий складає 23 років, з 1995 по 2018 роки включно. Більшість даних отримано з довідкового видання МВФ [12]. Фіскальні показники отримано з відповідної бази даних Світового банку. Данія проводить політику екстремально низьких процентних ставок з 2012 року, аби підтримувати фіксований курс місцевої грошової одиниці – крони – стосовно євро, оскільки країна відмовляється приєднуватися до Єврозони.

Отримані результати виявилися такими:

$$dngdp_t = \begin{matrix} 0,026dnreer_t & -0,267dnbalance_t & -1,53dncrisis_t & -1,18dnlow_t \\ (5,23^{***}) & (-1,97^*) & (-1,94^*) & (-1,73^*) \end{matrix} \quad adj.R^2 = 0,144 \quad DW = 1,2 \quad (2.4)$$

де  $dngdp_t$  – динаміка ВВП,

$dnreer_t$  – реальний обмінний курс (ПОК),

$dnbalance_t$  – сальдо бюджету,

$dncrisis_t$  – кризові явища (фіктивна змінна),

$dnlow_t$  – період екстремально низької процентної ставки (фіктивна змінна зі значеннями 1 – 2012-2019 рр., 0 – для решти років),

Потрібно зазначити, що у рівнянні (2.4) довелося відмовитися від включення процентної ставки безпосередньо, адже це погіршувало статистичні характеристики оцінених регресійних коефіцієнтів та регресійної моделі загалом. У рівнянні (2.4) всі регресійні коефіцієнти статистично значущі не рівні не

нижче 10% (тут і далі \* означає статистичну значущість на рівні 10%, \*\* – на рівні 5%, а \*\*\* – на рівні 1%). Як це показує коефіцієнт детермінації  $R^2$ , включені показники пояснюють 14% змін динаміки ВВП. Це порівняно небагато, але потрібно врахувати, що показники використано у динамічному вигляді (%). Також вибірка даних враховує період світової фінансової кризи 2008-2009 рр., що додала нестабільності, яку не можна повністю врахувати за допомогою фіктивної змінної.

За результатами регресійного аналізу можна стверджувати, що лише деякі макроекономічні показники впливають на приріст ВВП Данії на статистично значущому рівні (Додаток А). Реальний обмінний курс впливає безперечно позитивно, проте знецінення данської крони на 10% зумовлює прискорення динаміки ВВП лише на 0,3%, що зовсім небагато. З іншого боку, збільшення дефіциту бюджету (зменшення значень  $dnbalance_t$ ) на 1% від ВВП призводить до підвищення темпу зростання ВВП на 0,27 процентного пункту, що досить вагомо. Кризові явища мають найгірший сценарій розвитку подій, а саме: зниження темпу зростання ВВП на 1,53%.

Дещо парадоксально, але після переходу до нижчої процентної ставки, ця подія мала негативний вплив на динаміку ВВП. Можна припустити, що у випадку нижчої ставки головний розрахунок зроблено на зменшення припливу капіталу та послаблення тиску в бік зміцнення РОК. Для країни з фіксованим обмінним курсом такий ефект виникає внаслідок збільшення грошової маси, яке супроводжується прискоренням інфляції. Відповідно замість зміцнення грошової одиниці, як для країн з плаваючим обмінним курсом, чинником підвищення РОК стає зростання цін. Таким чином головним ефектом від переходу до екстремально низької процентної ставки стає не зниження вартості кредитних ресурсів (безпосередній ефект), а запобігання припливу капіталу (опосередкований ефект).

Швейцарія – це європейська країна з надзвичайно розвиненою банківською сферою, також вважається одною з найбагатших країн світу за показником ВВП на душу населення близько 80 тис. доларів США в рік на одного

громадянина. Також борг країни складає лише 41% від ВВП станом на 2017 рік, що в середньому вдвічі нижчий від показників інших промислових країн. Приміром, у США державний борг перевищив 100% від ВВП. Уряд Швейцарії застосував фактично негативний режим процентних ставок, щоб запобігти зростанню вартості власної грошової одиниці – франка.

У регресійному аналізі обрано часовий проміжок, котрий складає 26 років, з 1994 по 2019 роки включно. Для поліпшення характеристик статистичної моделі було зменшено кількість чинників, тобто залишено лише значущі (Додаток А). Аби дослідити особливості впливу номінальної ставки було проведено два дослідження – з врахуванням особливостей періоду низької процентної ставки та без врахування цього чинника.

Регресійне рівняння для Швейцарії набуває такого вигляду:

а) врахуванням чинника екстремально низької процентної ставки

$$swgdp_t = \begin{matrix} 0,028swreer_t & +0,7swbalance_t & -1,336swcrisis_t & -1,57slow_t \\ (6,72^{***}) & (2,01^*) & (-2,07^{**}) & (-2,34^{**}) \end{matrix} \quad (2.5)$$

$$adj.R^2 = 0,167 \quad DW = 1,49$$

б) без врахування номінальної ставки

$$swgdp_t = \begin{matrix} 0,02swreer_t & +0,138swbalance_t & -1,518swcrisis_t \\ (7,27^{***}) & (0,49) & (-2,15^{**}) \end{matrix} \quad (2.6)$$

$$adj.R^2 = 0,034 \quad DW = 1,25$$

де  $swgdp_t$  – динаміка ВВП (%),

$swreer_t$  – реальний обмінний курс (%),

$swbalance_t$  – сальдо бюджету (% від ВВП),

$swcrisis_t$  – фіктивна змінна для кризових явищ,

$slow_t$  – період низької номінальної ставки (фіктивна змінна зі значеннями 1 – 2009–2019 рр., 0 – для решти років).

На динаміку ВВП Швейцарії впливають ті ж самі показники, що і в Данії. Сприятливим є зниження РОК. Амплітуда такого впливу дуже близька до оцінок, які отримано для Данії. При знеціненні швейцарського франка на 10%

відбудеться підвищення темпу зростання ВВП на 0,02-0,03%. Так само кризові явища та період низьких процентних ставок значно знижують динаміку ВВП, на 1,33 вп і 1,57 вп.

Відмінності з Данією полягають у тому, що сприятливим стає не дефіцит бюджету, а профіцит цього показника. Тобто, для Швейцарії сприятливим стає не збільшення видатків бюджету, а їх скорочення. Така залежність не відповідає логіці моделі Манделла–Флемінга, але може означати присутність інших механізмів фіскальної політики, таких що передбачають врахування довіри до економіки. Оскільки поліпшення сальдо бюджету зазвичай ототожнюється з підвищенням довіри, це стає чинником стимулювання економічного зростання. Водночас вплив сальдо бюджету з'являється на статистично значущому рівні лише після врахування періоду низької процентної ставки.

Якщо показник номінальної ставки не враховувати (рівняння (2.6)), сальдо бюджету має набагато слабший вплив, хоча відповідний коефіцієнт все ж позитивний, але йому бракує статистичної значущості. Також у цьому рівнянні стає набагато нижчим коефіцієнт  $R^2$ . Порівнюючи результати обох рівнянь можна стверджувати, що політика низьких процентних ставок зменшує негативний вплив кризових явищ та підсилює позитивний вплив реального обмінного курсу та сальдо поточного рахунку.

В Україні проблеми низької процентної ставки немає і не передбачається, а тому логіка перебігу подій за сценарієм моделі Манделла–Флемінга повинна справджуватися з високою ймовірністю. Досить високий (за європейськими мірками) рівень процентної ставка пояснюється не лише недостатніми заощадженнями чи порівняно високою інфляцією, але й браком належної довіри до економічної політики.

Дані для України обрано з часовим проміжком, котрий складає 21 рік, з 1999 по 2019 роки включно.

Регресійне рівняння регресії для України виглядає так:

$$\begin{aligned}
 uagdp_t = & \begin{matrix} -0,227uainteresst_t & +0,126uareer_t & +1,937uabalance_t \\ (-2,69^{**}) & (8,328^{***}) & (4,465^{***}) \end{matrix} \\
 & -8,326uacrisist_t \\
 & (-4,703^{***})
 \end{aligned} \tag{2.7}$$

$$adj. R^2 = 0,7 \quad DW = 1,75$$

де  $uagdp_t$  – динаміка ВВП (%),  
 $uainteresst_t$  – номінальна ставка (%),  
 $uareer_t$  – реальний обмінний курс (%),  
 $uabalance_t$  – сальдо бюджету (% від ВВП),  
 $uacrisist_t$  – кризові явища (фіктивна змінна, що набуває значень 1 для 2008–2009 і 2014–2015 рр.)

У рівнянні для України використано фактичні значення номінальної ставки, оскільки до нуля вона ніколи не знижувалася. Перш за все необхідно звернути уваги на значно вищий коефіцієнт детермінації  $R^2$ , який засвідчує, що включені змінні пояснюють 70% змін динаміки ВВП. Це дуже високий показник для регресійного рівняння, де всі змінні використано у відносних величинах.

Для України чинник високої процентної ставки має недвозначно негативний вплив: при підвищенні цього показника на 1 вп призводить до зниження темпу зростання ВВП на 0,3 вп. Така залежність досить сильна. Якби рівень процентної ставки вдалося знизити з нинішніх 11-12% до 5-6%, це має потенціал прискорення темпу зростання ВВП приблизно на 2 вп. Зрозуміло, що передумовою для зниження процентної ставки має бути гальмування інфляції. Якщо інфляція зростатиме, як це відбувається зі середини 2020 р., на корисне для економіки зниження процентної ставки сподіватися не варто.

Відмінностей з двома іншими європейськими країнами немає у тому, що сприятливим для економічного зростання стає не збільшення дефіциту бюджету, а якраз навпаки – його скорочення. Відповідна залежність дуже сильна. Порівнюючи зі Швейцарією, в Україні скорочення дефіциту бюджету на 1% від ВВП має втричі сильніший стимулюючий вплив на динаміку ВВП. Якщо



поточний дефіцит бюджету знизити з поточних 5% від ВВП до цілком можливих 3% від ВВП, це дозволить прискорити темп зростання ВВП майже на 4 вп.

Особливої уваги вартує чинник кризових явищ, який зменшує дохід аж на 8,3 вп. Подібно до інших європейських країн, зниження реального обмінного курсу дозволяє поліпшити динаміку ВВП і такий вплив відчутно сильніший, але однаково значно слабший порівняно з потенціалом поліпшення сальдо бюджету.

Підсумовуючи отримані результати проведеного дослідження можна зробити такі висновки:

1. Немає ознак стимулюючого впливу від збільшення дефіциту бюджету, як це передбачає логіка моделі Манделла-Флемінга. Це може означати, що чинник довіри до економіки має відчутніший вплив, ніж безпосереднє збільшення обсягів сукупного попиту.

2. Період низької процентної ставки не супроводжується очікуваним поліпшенням динаміки ВВП. Як у Данії, так і Швейцарії спостерігається обернений зв'язок між періодом низьких процентних ставок і темпом зростання ВВП. Це означає, що більша тривалість такої ситуації матиме негативний вплив на економіку європейських країн, як це раніше від початку 1990-х років спостерігалось в Японії.

3. Для України продемонстровано переваги від поліпшення сальдо бюджету, яке має значний безпосередній вплив на динаміку ВВП, і може мати опосередкований сприятливий ефект за допомогою процентної ставки. Відповідно для поліпшення економічної ситуації необхідно якнайшвидше перейти від політики надмірного дефіциту бюджету до скорочення цього показника. Це можна робити за допомогою або скорочення урядових видатків, або збільшення надходжень до бюджету.

4. В усіх досліджуваних країнах сприятливим для темпу зростання ВВП є зниження реального обмінного курсу. За умови стабільної інфляції це свідчить на користь девальвації грошової одиниці, але для України слід врахувати, що знецінення гривні може не принести бажаного зниження реального обмінного курсу, адже відбувається супутнє прискорення інфляції.

## РОЗДІЛ 3

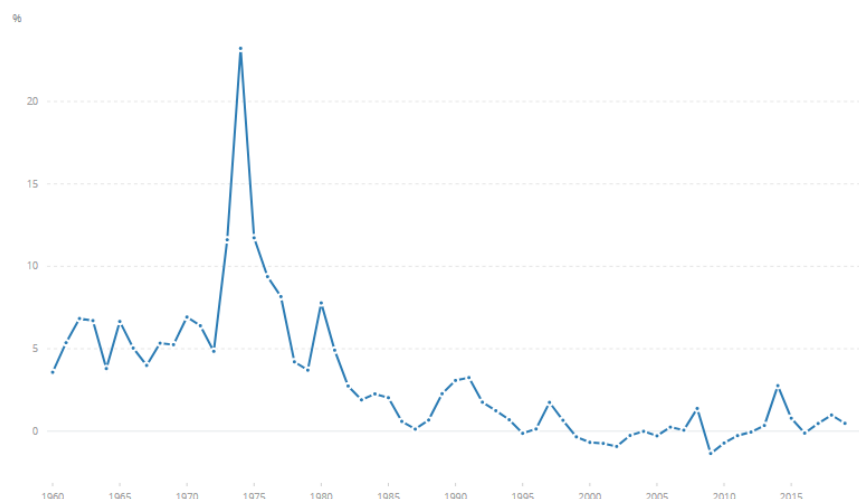
### СПОСОБИ ВИХОДУ ЗІ СТАНУ ЕКСТРЕМАЛЬНО НИЗЬКОЇ ПРОЦЕНТНОЇ СТАВКИ

#### 3.1 Досвід Японії

Одним з найкращих прикладів для вивчення політики екстремально низьких процентних ставок є Японія. Примітно, що в цій країні тривалий період низьких процентних ставок (від початку 1990-х по сьогодні) виник після декількох десятиліть динамічного економічного зростання. Японське економічне диво тривало з середини 1950-х років до середини 1970-х, коли виникла нафтова криза 1973–1975 рр., а потім з меншою інтенсивністю – до кінця 1980-х років. Протягом 1952–1973 рр. ВВП Японії майже потроївся і характеризувався щорічним приростом у 9%; протягом цих же років обсяг виробництва товарів зріс у п'ятеро, а споживання подвоїлося. Від початку триумфального економічного зростання і до середини 1970-х років Японії вдалося утвердитися в ролі могутньої промислової держави.

Сильне економічне зростання Японії не менш стрімко закінчилося на початку 1990-х. Період економічної стагнації в Японії після краху “бульбашки” цін на активи, головним чином на нерухомість і землю, наприкінці 1991 р. – на початку 1992 р. отримав назву “втраченого десятиліття”, оскільки тривав до 2000-х років. Спершу відбулася значна ревальвація японської єни щодо американського долара майже удвічі між 1985 і 1987 роками відповідно до Плаза Аккорд – угоди, підписаної 22 вересня 1985 року, щодо знецінення долара США стосовно японської єни та німецької марки шляхом інтервенцій центральних банків на валютних ринках. Збільшилися заощадження населення, а завдяки більшій кількості грошей у банках, процес отримання позик та кредитів став набагато простішим. Це дозволило місцевим компаніям інвестувати фінансові ресурси легше, ніж їхнім закордонним конкурентам, що знизило ціну товарів японського виробництва та ще більше збільшило додатне сальдо зовнішньої

торгівлі; при цьому інфляція все зменшувалась (рис. 3.1).



**Рис. 3.1.** Динаміка інфляції в Японії, 1969–2019 рр. [12]

Оскільки багато грошей було доступно для інвестицій, спекуляції були неминучі, особливо на Токійській фондовій біржі та ринку нерухомості. Ставки на житло, акції та облігації настільки зросли, що в один момент японський уряд випустив 100-річні облігації (настільки високим був оптимізм щодо майбутніх перспектив японської економіки). Крім того, японські банки надавали все більш ризиковані позики. Американський економіст Пол Кругман зазначив: «Японські банки позичали більше, і все менше враховували якість позичальника, ніж будь-хто інший. Вони допомагали роздути економічну бульбашку до гротескних розмірів». [5] Ситуацію погіршували ще й надмірні квоти на позики, які диктувалися Центральним банком Японії згідно політики «керуючого вікна».

На піку «бульбашки» японська нерухомість була надзвичайно переоцінена. Ціни були найвищими в районі Гінза в Токіо в 1989 році, де вартість сягнула понад 1,5 мільйона доларів США за квадратний метр. Трильйони доларів були втрачені в результаті комбінованого обвалу токійських фондових та ринків нерухомості.

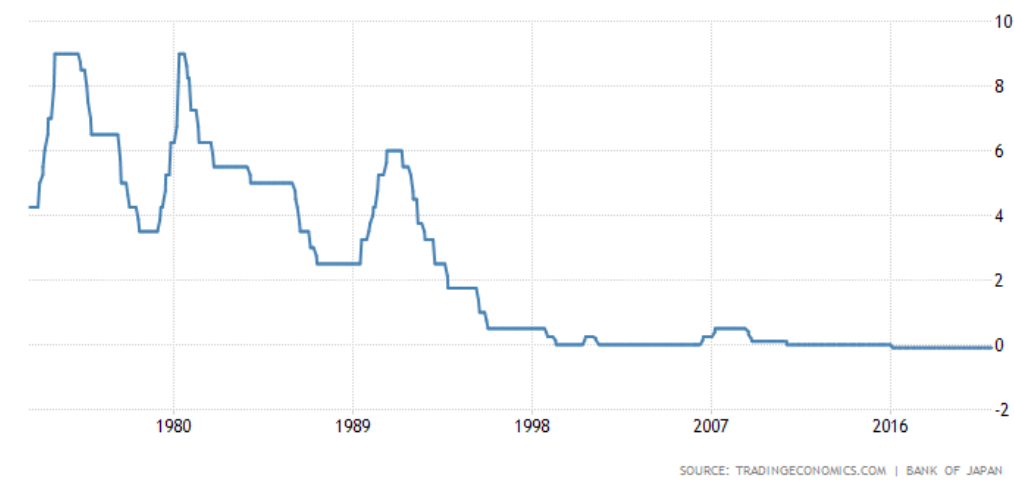
Інвестиції японських компаній все більше спрямовувалися за межі країни, японська продукція стала менш конкурентоспроможною за кордоном, низький рівень споживання почав впливати на економіку, викликаючи дефляційну

спіраль.

Легкодоступні кредити, котрі створили і поглибили «бульбашку» нерухомості, продовжували залишатися проблемою протягом кількох наступних років, і в 1997 році банки все ще надавали позики, які мали низьку гарантію повернення. Тим часом, екстремально низькі процентні ставки на депозити на рівні 0,1% лише призвели до того, що японці надавали перевагу тримати свої гроші вдома під матрацом, аніж на рахунку в банку. Ситуацію ще більше погіршила політика уряду, який надавав субсидії проблемним банкам та підприємствам, все збільшуючи кількість так званих “зомбі-бізнесів”.

У результаті економічна «бульбашка» луснула, все-таки відбувся обвал фондової біржі, а безліч підприємств та компаній залишилися з величезними боргами. Оскільки сукупний попит істотно зменшився, в економіці Японії на початку 1990-х років розпочалася дефляція. Номінальна процентна ставка була знижена з 2% до 0,5% у 1995 році (рис. 3.2). Послідовно центральний банк знизив процентну ставку до 0,32% та 0,05% у 1998 та 1999 роках відповідно. Завданням нульової процентної ставки було стимулювання економіки, полегшуючи підприємствам процес отримання позик в банках та допомагаючи їм інвестувати. Після декількох років експериментування з різноманітними інструментами економічної політики, у березні 2001 р. центральний банк та уряд Японії вдалися до політики політики “кількісного пом’якшення” (придбання урядових облігацій центральним банком на вторинному ринку). Як це пояснено у розділі 2, за умови екстремально низької процентної ставки засобом збільшення сукупного попиту стає збільшення дефіциту бюджету за допомогою або зростаючих видатків, або нижчих податків.

Незважаючи на те, що процентні ставки були майже нульовими протягом тривалого періоду (рис. 3.2), обрана стратегія не мала успіху. На підставі нашого дослідження можна припустити, що подібними будуть наслідки такої політики в європейських країнах, адже збільшення дефіциту бюджету не має очікуваного стимулюючого впливу на ВВП, а період низьких процентних ставок асоціюється зі спадом виробництва.



**Рис. 3.2.** Динаміка номінальної процентної ставки в Японії, 1971–2021 рр. [14]

Коли зростання ВВП відновилося в 2000 році (цей показник зріс на 3% вперше після 1996 року), уряд сприйняв це як початок відходу від рецесії та припинив політику нульової процентної ставки, підвищивши її до 1%. Однак наступного ж 2001-го року темп зростання ВВП знизився до 0,5%, що змусило Банк Японії до зниження процентної ставки до 0,35%. Загалом наслідки економічної «бульбашки» були тривалішими, ніж очікувалося. Економіка Японії після 2001 року відновлювалася вкрай повільно, а політику «кількісного пом'якшення» було припинено лише в 2006 році. У 2008 році, коли у світовій економіці виникли гігантській труднощі, центральний банк Японії все ще мав найнижчі процентні ставки серед розвинених країн. Проте дефляція тривала далі. Врешті-решт 5 квітня 2013 року Банк Японії оголосив, що найближчим часом придбає урядові облігації та інші цінні папери державного сектора вартістю 60–70 трлн єн, намагаючись усунути дефляцію шляхом подвоєння грошової маси в Японії протягом двох років.

Попри очевидні труднощі з управлінням грошовою масою та цінами, тим не менше Японія залишається однією з найбільш розвинених економік світу. Водночас на сьогодні державний борг Японії зріс до 223% від ВВП, що найбільше з-поміж країн «великої сімки». Поки що достатні внутрішні заощадження не створюють особливих проблем, але триваюче старіння населення може змінити ситуацію на гірше вже в найближчі одне-два

десятиліття. Що гірше, старіння населення може змінити статус Японії як провідного світового експортера.

### **3.2. Можливі сценарії для європейських країн**

Як показує досвід Японії, довготривала дефляція, навіть за умови мінімальних процентних ставок, згубно впливає на економічний розвиток країни. Зараз в більшості європейських держав рівень інфляції скорочується або взагалі наближений до нуля, це свідчить про дефляційні процеси в економіці. Процентна ставка, як один з найважливіших макроекономічних показників, знаходиться теж на низькому рівні, та навіть переходить в негативні значення (політика екстремально низьких процентних ставок). Проте така політика з часом виснажується і темп зростання ВВП країни лише зменшується. Коли Японія розпочала вести політику «нульової» процентної ставки, співвідношення її боргу до ВВП становило 40%. У 2003 році борг зріс до 93%, а зараз цей показник перевищує 220% від ВВП. Для порівняння: у 2000 р. державний борг США становив 57% від ВВП; у 2008 році, коли США прийняли політику низьких процентних ставок у відповідь на фінансову кризу 2008–2009 рр., частка державного боргу зросла до 68%, а в наступні три роки цей показник зріс до 99% від ВВП і на цьому високому рівні тримається по сьогодні, навіть попри відновлення економічного зростання. З певністю можна передбачити, що у зв'язку з пандемією Covid-19 цей показник далі зростатиме, що змусить американську владу до прийняття заходів щодо зменшення обсягів державного боргу.

Якщо запровадити політику низьких або від'ємних процентних ставок не так просто, адже це пов'язано зі зміною правил функціонування фінансового сектора, то ще важче відійти від такої монетарної політики. Як це помітно на прикладі Японії, перехід до вищої процентної ставки центрального банку практично неможливо без кризових явищ та стресу для економіки в цілому. Вплив на процентну ставку здебільшого залежить від державного боргу. Проте,

в першу чергу, увагу треба звернути на структурні особливості економіки, зокрема процес старіння населення. Це може схилити до збільшення заощаджень, що зменшує обсяги приватного споживання, а відповідно інвестицій, незалежно від значень процентної ставки.

Щодо можливих сценаріїв відходу від політики низьких процентних ставок та ризиків дефляції в європейських країнах, то, наприклад, в Данії можна перейти від фіксованого обмінного курсу до «плавання» грошової одиниці, що призведе до відпливу капіталу, а це зумовить девальвацію грошової одиниці, прискорить інфляцію і дозволить перейти до більш звичної для фінансових ринків додатної процентної ставки. Ще одним наслідком може бути зростання доходу, адже зниження РОК – це чинник прискорення динаміки ВВП.

Щодо Швейцарії, все набагато складніше, зважаючи на неординарність (особливий статус) цієї країни та її економіки для потоків світового капіталу. Коли світова економіка потерпала від кризових явищ у 2009 році, то в Швейцарії навпаки відбувався приплив капіталу. Такий феномен забезпечує специфіка спеціалізації країни на банківському секторі. Під час кризових 2008–2009 рр. Швейцарія та її грошова одиниця – швейцарський франк – почали розглядатися своєрідною «безпечною гаванню», де можна перечекати неспокій на фінансових ринках та спад ділової активності в країнах основної діяльності. Якщо в країну надходить значний обсяг капіталу, дуже важко втриматися від зміцнення грошової одиниці, а це може бути джерелом як зниження процентної ставки, так і гальмування цінової динаміки.

Якщо розглядати проблему в ширшому аналітичному контексті, мета економічної політики як у Данії, так і Швейцарії полягає у захисті національної грошової одиниці від впливу сильнішої грошової одиниці – євро. Тому варіантом зміни курсу від політики екстремально низьких процентних ставок може бути відмова від власних грошових одиниць на користь євро, як зробили вже більшість країн Європи. Хоча відповідно до прогнозу щодо зменшення вартості євро в найближчі роки і як наслідок політично-економічних процесів в Євросоюзі (зокрема, йдеться про вихід Великої Британії з ЄС), можна ще

зачекати.

Ще один обмежуючий чинник може полягати в тому, що в країнах Євросоюзу процентна ставка теж на рекордно низькому рівні. Європейський Центральний Банк (ЄЦБ) визначає рівень своєї процентної ставки за депозитами з 2009 року нижче 1%, а з 2014 року нижче 0%, що в свою чергу впливає на всі держави ЄС. В кінцевому результаті така політика може призвести до стагнації виробництва в європейських країнах за японським зразком.

Відомий американський економіст М. Вудфорд в своїй праці зазначає: “Інфляція може бути стабілізована, в основному, регулюванням політичних параметрів так, щоб лише спостерігати за природними економічними коливаннями. Відповідно до такого режиму, нестабільність попиту на гроші коригує рівновагу інфляції, і центральному банку при цьому не варто втручатися” [13, 3]. ЄЦБ діє у цілком протилежному ключі, намагаючись вирішити за допомогою монетарної політики питання не лише інфляції, що цілком природно, але й стимулювання доходу (це має більше залежати від фіскальної політики і довіри до економіки).

7 березня 2019 р. президент ЄЦБ Маріо Драгі та віце-президент ЄЦБ Луїс де Гіндос повідомили на прес-конференції рішення Ради керуючих ЄЦБ про те, що вона вирішила залишити ставку ЄЦБ без змін, як мінімум – до кінця 2019 року. М. Драгі підкреслив, що ставка буде залишатись такою так довго, скільки потрібно, щоб інфляція у середньостроковій перспективі підійшла до нижньої межі у 2%. За підсумками 2018 року рівень інфляції в Євросоні склав 1,57%, що є одним із найнижчих показників у світі. В 2020 році номінальна ставка ЄЦБ залишилась на тому ж самому нульовому рівні. Стратегією монетарної політики визначають цінову стабільність в Євросоні та досягнення бажаного рівня інфляції на рівні 2% річних, а також нівелювання наслідків пандемії.

Водночас чергова економічна криза, цього разу в зв'язку з пандемією Covid-19 (весна 2020 р.), знову продовжила в часі період екстремально низької процентної ставки. Оскільки це супроводжується збільшенням пропозиції грошової маси, виникає серйозна загроза, що рано чи пізно це матеріалізується у



прискоренні інфляції та дестабілізації економічного життя. При цьому замість поступового підвищення процентної ставки до деякого рівноважного рівня, наприклад 4-5%, може відбутися стрибкоподібне підвищення відразу до 10-15%, як це відбулося на початку 1980-х років.

До речі, таку ситуацію може спровокувати вкладення «зайвої» грошової маси у придбання сировинних товарів, що за своїми наслідками може бути подібним до наслідків іранського ембарго на експорт сирої нафти наприкінці 1979 р. Оскільки останнім часом стрімко зростає обмінний курс синтетичної криптовалюти – біткоїна, це може бути ознакою втрати довіри до політики надмірної грошової емісії центральних банків ведучих промислових країн.

Ще один нюанс полягає у тому, що європейські країни (можливо, за винятком Швейцарії та Німеччини) не мають таких заощаджень, якими відрізняється Японія. За таких умов політика боротьби з дефляцією та низькими процентними ставками за допомогою збільшення дефіциту бюджету може бути занадто ризиковою.

Втім, для європейських країн певні переваги може створити різниця процентних ставок зі США. Різниця у процентних ставках ЄЦБ та ФРС буде продовжувати тиснути на курс євро до долара. Рішення ЄЦБ не чіпати процентні ставки фактично залишає ситуацію без змін: власники доларів можуть їх розмістити зі значно більшою дохідністю, ніж власники євро. На перший погляд, це не вигідно для тримачів євро, але потрібно врахувати, що зниження обмінного курсу євро до долара США сприяє збільшенню європейського експорту, а це підтримує динаміку економічного зростання. Разом з тим проблему може створити значне додатне сальдо експорту-імпорту європейських країн, яке перешкоджатиме знеціненню євро. Також не слід легковажити можливістю запровадження обмежень у зовнішній торгівлі, які, схоже, все більше визначають архітектуру економічної політики сучасних країн.

## ВИСНОВКИ

Теоретична причина введення негативних процентних ставок з боку центральних банків полягає в тому, що надзвичайно низькі процентні ставки сприятимуть економічному зростанню шляхом підштовхування комерційних банків до розширення кредитної діяльності, щоб уникнути сплати відсотків за надлишки резервів.

Політика екстремально низьких процентних ставок з'явилась в сучасному світі не так вже й давно. Вона застосовується, коли з'являються проблеми із зростанням економіки в ході дефляційних процесів. Проте не всі проблеми вирішуються, оскільки з'являються нові.

Провівши регресійний аналіз макроекономічних показників вибраних країн та дослідження їх політики, а саме нетрадиційної політики екстремально низьких процентних ставок можна зробити ряд висновків. Перш за все, така політика має позитивний вплив лише в короткостроковому періоді, тобто перші декілька років. Згодом – стагнація, ризик дефляційної спіралі та пастки ліквідності. Такі процеси цілком очевидно ведуть до фінансової кризи.

Отримані емпіричні результати для Данії і Швейцарії показують, що період екстремально низької процентної ставки не супроводжується прискореним зростанням ВВП. З іншого боку, виявлено, що для економік обох країн сприятливим є зниження РОК. Це підштовхує до висновку, що ключем до подолання дефляції може бути девальвація грошової одиниці, як це передбачає відома модель Манделла–Флемінга. З іншого боку, немає свідчень щодо стимулюючого впливу дефіциту бюджету, як це передбачають традиційні кейнсіанські моделі. Натомість стимулюючим стає профіцит бюджету. Такий результат піддає сумніву доцільність політики «кількісного пом'якшення», що передбачає придбання державних цінних паперів центральним банком.

Для України теж стимулюючим стає поліпшення сальдо бюджету і зниження РОК, але натомість в економіці присутня стандартна функціональна залежність, коли підвищення процентної ставки перешкоджає динаміці ВВП.

Така функціональна залежність повністю відповідає логіці моделі Манделла–Флемінга.

Для європейських країн інфляція на рівні декількох відсотків стимулює економічний розвиток, а тому коли цінова динаміка спадає нижче 2%, то це супроводжується сповільненням економічного зростання і загрожує тривалою стагнацією економіки. Як це засвідчують отримані результати, з часом процентну ставку все ж треба підняти, проте як це зробити ефективно, поки ніхто точно сказати не здатен.

Відповідно до досвіду проведення політики процентної ставки Банком Японії, спад зростання ВВП є цілком очікуваним, проте у такій великій економічній системі, як ЄС, це може викликати додаткові труднощі, адже йдеться про десятки країн.

Ще до початку пандемії Covid-19 занепокоєння викликає суттєвий перегляд прогнозів ЄЦБ щодо економічного зростання у зоні обігу євро. Якщо у грудні 2018 року йшлося про зростання ВВП Єврозони за 2019 рік на 1,7%, то після перегляду – лише на 1,1%. У контексті пандемії Covid-19 відновлення європейських економік виглядає ще проблематичніше. Тішить лише те, що ЄЦБ усвідомлює необхідність підвищення рівня інфляції і процентних ставок. Разом з тим можна стверджувати, що політиці ЄЦБ не вистачає рішучості у проведенні експансивної монетарної політики.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Економічна історія /Леоненко П. М., Юхименко П. І. // Навчальний посібник / К. : Знання-Прес, 2004. – С. 37.
2. Європейська правда / Віталій Шапран, Ігор Брітченко// [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.eurointegration.com.ua/>
3. Зацеркляний М. М., Мельников О. Ф. Інформаційні системи у фінансово-кредитних установах: Навчальний посібник.
4. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.bank.gov.ua/>
5. Уніан. Швейцарські банки почали доплачувати позичальникам за кредити. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.unian.ua/economics/finance>.
6. CNBC. Taking interest rates to zero is not a good idea. / Michael K. Farr // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.cnbc.com>.
7. Danmarks Nationalbank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nationalbanken.dk/en>.
8. Deutsche Welle. Дефляція в Єврозоні: наскільки небезпечно? / Гурков А., Перепадя О. // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.dw.com/uk>.
9. Hayashi F. The 1990s in Japan: A Lost Decade / E. C. Prescott, F. Hayashi // University of Tokyo, Arizona State University. – 2003. – 5 p.
10. Roubini N. The New Abnormal for a Troubled Global Economy [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://time.com/>
11. The Swiss National Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://snb.ch/en/iabout/snb>.
12. The World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://data.worldbank.org/>
13. Woodford M. Doing without money: controlling inflation in a post-monetary world // Review of Economic Dynamics. – Vol. 1. – No. 1. – P. 173–219.
14. Trading economics [Електронний ресурс]. – Режим доступу :

<https://tradingeconomics.com>.

15. Bank of England [Электронный ресурс]. – Режим доступа :  
<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/the-interest-rate-bank-rate>.

## ДОДАТОК А

Dependent Variable: UAGDP  
Method: Two-Stage Least Squares  
Date: 01/23/21 Time: 20:01  
Sample (adjusted): 2000 2019  
Included observations: 20 after adjustments  
Convergence achieved after 1 iteration  
UAGDP= C(3)\*UAINTEREST+C(4)\*UAREER+ C(7)\*UABALANCE+C(8)  
\*UACRISIS + [AR(1)=C(9)]  
Instrument specification: UAINTEREST UAREER UABALANCE UACRISIS  
Lagged dependent variable & regressors added to instrument list

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(3)	-0.226774	0.084309	-2.689797	0.0168
C(4)	0.125658	0.015088	8.328449	0.0000
C(7)	1.936698	0.433793	4.464564	0.0005
C(8)	-8.325982	1.770233	-4.703325	0.0003
C(9)	-0.421242	0.260903	-1.614552	0.1272
R-squared	0.763559	Mean dependent var		2.604005
Adjusted R-squared	0.700508	S.D. dependent var		6.529130
S.E. of regression	3.573126	Sum squared resid		191.5084
Durbin-Watson stat	1.752959	J-statistic		2.881001
Instrument rank	9	Prob(J-statistic)		0.577933
Inverted AR Roots	-42			

Рис. А.1. Регресійний аналіз впливу показників на динаміку ВВП Данії

Dependent Variable: SWGDP  
Method: Two-Stage Least Squares  
Date: 01/23/21 Time: 18:23  
Sample: 1994 2019  
Included observations: 26  
No d.f. adjustment for standard errors & covariance  
SWGDP= C(4)\*SWREER + C(6)\*SWBALANCE + C(7)\*SWCRISIS + C(8)  
\*SWLOW  
Instrument specification: SWREER SWBALANCE SWCRISIS SWLOW

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(4)	0.028175	0.004191	6.722658	0.0000
C(6)	0.698803	0.347416	2.011428	0.0567
C(7)	-1.335923	0.643861	-2.074864	0.0499
C(8)	-1.570849	0.671160	-2.340498	0.0287
R-squared	0.266688	Mean dependent var		1.816505
Adjusted R-squared	0.166690	S.D. dependent var		1.406044
S.E. of regression	1.283518	Sum squared resid		36.24322
Durbin-Watson stat	1.490066	J-statistic		1.10E-30
Instrument rank	4			

Рис. А.2. Регресійний аналіз впливу показників на динаміку ВВП Швейцарії з врахуванням номінальної ставки (фіктивна змінна)

Dependent Variable: SWGDP  
Method: Two-Stage Least Squares  
Date: 01/23/21 Time: 18:20  
Sample: 1994 2019  
Included observations: 26  
No d.f. adjustment for standard errors & covariance  
SWGDP= C(4)\*SWREER + C(6)\*SWBALANCE + C(7)\*SWCRISIS  
Instrument specification: SWREER SWBALANCE SWCRISIS SWLOW  
SWINTEREST

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(4)	0.020383	0.002801	7.276124	0.0000
C(6)	0.138220	0.276901	0.499167	0.6224
C(7)	-1.518482	0.703231	-2.159294	0.0415
R-squared	0.112186	Mean dependent var		1.816505
Adjusted R-squared	0.034985	S.D. dependent var		1.406044
S.E. of regression	1.381230	Sum squared resid		43.87929
Durbin-Watson stat	1.247062	J-statistic		6.661816
Instrument rank	5	Prob(J-statistic)		0.035761

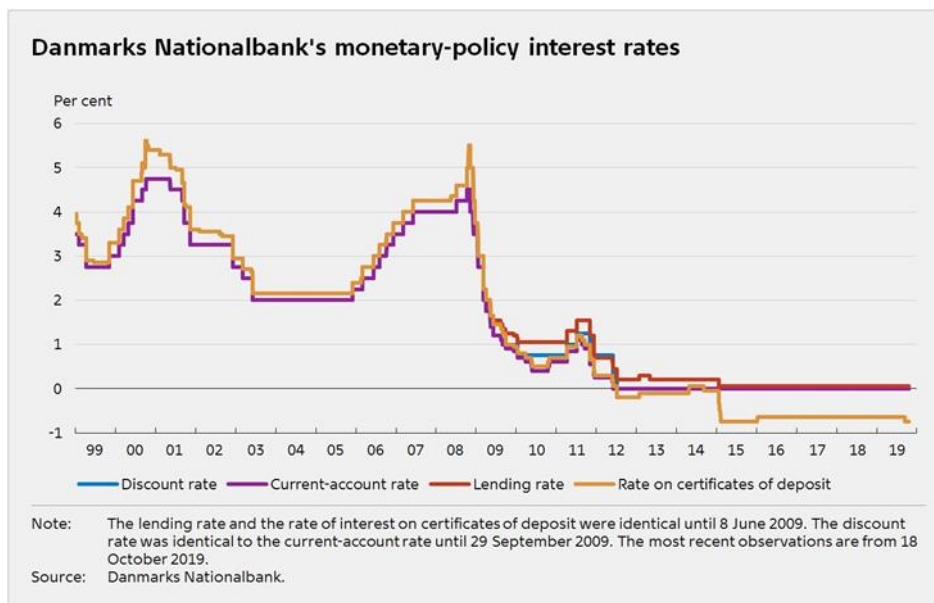
**Рис. А.3.** Регресійний аналіз впливу показників на динаміку ВВП Швейцарії без врахування номінальної ставки (фіктивна змінна)

Dependent Variable: UAGDP  
Method: Two-Stage Least Squares  
Date: 01/23/21 Time: 20:01  
Sample (adjusted): 2000 2019  
Included observations: 20 after adjustments  
Convergence achieved after 1 iteration  
UAGDP= C(3)\*UAINTEREST+C(4)\*UAREER+ C(7)\*UABALANCE+C(8)  
\*UACRISIS + [AR(1)=C(9)]  
Instrument specification: UAINTEREST UAREER UABALANCE UACRISIS  
Lagged dependent variable & regressors added to instrument list

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(3)	-0.226774	0.084309	-2.689797	0.0168
C(4)	0.125658	0.015088	8.328449	0.0000
C(7)	1.936698	0.433793	4.464564	0.0005
C(8)	-8.325982	1.770233	-4.703325	0.0003
C(9)	-0.421242	0.260903	-1.614552	0.1272
R-squared	0.763559	Mean dependent var		2.604005
Adjusted R-squared	0.700508	S.D. dependent var		6.529130
S.E. of regression	3.573126	Sum squared resid		191.5084
Durbin-Watson stat	1.752959	J-statistic		2.881001
Instrument rank	9	Prob(J-statistic)		0.577933
Inverted AR Roots	-0.42			

**Рис. А.4.** Регресійний аналіз впливу показників на динаміку ВВП України

## ДОДАТОК Б



**Рис. Б.1.** Процентні ставки Національного Банку Данії [7]