

ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 330.34:336.71

DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.35-22>

ДОСВІД ЗАПРОВАДЖЕННЯ ПРОГРАМ ВИКУПУ АКТИВІВ В КРАЇНАХ З РИНКАМИ ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ: МОЖЛИВОСТІ ДЛЯ УКРАЇНИ

EXPERIENCE OF ASSETS PURCHASE PROGRAMS IMPLEMENTATION IN EMERGING MARKET COUNTRIES: OPPORTUNITIES FOR UKRAINE

Крамар В.Р.
аспірант,

Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника

Пілько А.Д.

кандидат економічних наук, доцент,

Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника

Kramar Vitalii, Pilko Andriy

Vasyl Stefanyk Precarpathian National University

Центральні банки країн з ринками, що розвиваються активно вдосконалюють існуючі та впроваджують нові інструменти монетарної політики. Більш аніж просто актуальним завданням є вивчення досвіду застосування програм викупу активів центробанками тих країн, на території яких велись повномасштабні бойові дії з окупацією частини суверенної території, також мали місце суттєві руйнування інфраструктури з подальшим істотним скороченням основних макроекономічних показників. Дана стаття присвячена висвітленню результатів проведених досліджень, спрямованих на вивчення досвіду застосування програм викупу активів центральними банками країн з ринками що розвиваються з орієнтацією на розробку практичних рекомендацій щодо управління монетарною політикою для національного регулятора в сучасних умовах. Окреслено перспективні напрями підвищення ефективності застосування програм викупу активів з урахуванням специфіки поточної макроекономічної ситуації в Україні. Отримані результати потенційно дозволяють удосконалити управління процесами оцінювання та аналізу ефективності застосування неконвенційних інструментів монетарної політики, а також оцінювання ефективності застосування монетарних важелів механізму макрофінансової стабілізації.

Ключові слова: програма викупу активів, макрофінансова стабілізація, монетарна політика, центральний банк, ризик, інфляція.

Central banks in emerging markets countries are actively improving existing and introducing new monetary policy instruments. An urgent task is to study the experience of applying asset repurchase programs by central banks of those countries where full-scale hostilities took place with the occupation of part of the sovereign territory, as well as significant infrastructure damage with further significant reduction of key macroeconomic indicators. This article is devoted to highlighting the results of research aimed at studying the experience of asset repurchase programs by central banks in emerging markets countries with a focus on developing practical recommendations for monetary policy management for the national regulator in modern conditions. The conditions under which it would be more attractive for the central bank to start an asset repurchase program than to use standard instruments have been specified. The peculiarities of the application of asset repurchase programs in countries with developed market economies and in countries with emerging markets are revealed. It is justified why APP programs in emerging markets are smaller in scale and duration. The main channels of APP transmission are analyzed. It has been shown that the impact and effectiveness of each channel can vary from country to country depending on these factors. Structural factors and the degree of APP sterilization play an important role in the effectiveness of the channels. The article identifies key factors that determine the risks associated with the effectiveness of APP in emerging markets.

It is proved that for the effective application of APP in the realities of Ukrainian economy it is necessary to promote the further development of the financial market. Achieving a long period of price stability and increasing confidence in the central bank will only help increase the efficiency of APP. Prospective directions of increasing the efficiency of asset repurchase programs are outlined, taking into account some specific features of the current macroeconomic situation in Ukraine. The obtained results potentially will improve the management of the processes of evaluation and analysis of the effectiveness of the use of unconventional monetary policy instruments, as well as the evaluation of the effectiveness of the use of monetary levers of the macro-financial stabilization mechanism.

Keywords: asset repurchase program, macrofinancial stabilization, monetary policy, central bank, risk, inflation.

Постановка проблеми. Глобальна фінансова криза 2007-2009 років стала переломним моментом, після якої ФРС та органи монетарної влади інших країн вичерпали можливість стимулювати економічну активність. Така ситуація була зумовлена досягненням процентними ставками ефективної нижньої межі (далі – ELB). За умов досягнення ELB монетарна політика, що проводиться за допомогою встановлення відсоткових ставок, стає неефективною. Крім того, подальше зниження відсоткових ставок може мати небажані наслідки, що переважають очікувані переваги від зниження. На цьому етапі, для подальшого пом'якшення монетарних умов центральний банк повинен розглянути можливість використання додаткових інструментів або як заміну, або як доповнення до подальшого зниження відсоткових ставок [1]. Тому регуляторні органи почали застосовувати альтернативні інструменти монетарної політики для подальшого стимулювання економіки. Відповідно, дослідження питань формування та аналізу ефективності застосування неконвенційних інструментів монетарної політики центральними банками є досить затребуваними і актуальними в розвинутих країнах світу. Варто виділити працю [2], у якій автор узагальнює досвід і потенціал використання нових інструментів монетарної політики для досягнення цілей ФРС з зайнятості та інфляції, зокрема таких як кількісне пом'якшення (quantitative easing – QE) та forward guidance.

Одночасно з цим, виникнення економічних криз обумовлюють необхідність дослідження нових інструментів монетарної політики центральними банками країн з ринками, що розвиваються (далі – EM) з метою макроекономічної та макрофінансової стабілізації. Для формування рекомендації щодо набору нових інструментів для національного регулятора цілком логічним в такій ситуації буде вивчення досвіду та аналізу ефективності застосування нових інструментів монетарної політики регуляторами в країнах EM.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідження ефекту від застосування нових інструментів монетарної політики в малій відкритій економіці висвітлюється [3] на прикладі Канади. Обговорення застосування деяких неконвенційних інструментів монетарної політики в країнах EM представлено [4], зокрема політики від'ємних ставок, кількісного

пом'якшення, викупу іноземних активів, forward guidance, фінансування кредитування, пряме та непряме кредитування нефінансових фірм.

Протягом останніх років багато досліджень застосування неконвенційних інструментів монетарної політики країн EM проводяться в контексті реакції на наслідки пандемії COVID-19. Для прикладу, [5] демонструє, що центральні банки таргетери інфляції країн EM активно використовували операції з надання ліквідності, операції РЕПО, валютні операції своп, програми викупу активів, а деякі застосовували валютні інтервенції або пряме фінансування уряду. Вплив ефектів оголошення про програми купівлі активів центральними банками країн EM на дохідність облігацій, валюти та фондові ринки досліджується в праці [6]. Схоже дослідження проводять автори [7], але для більшої вибірки. На кінець, в праці [8] широко аналізують застосування APP центральними банками європейських країн EM. Актуальними також в цьому контексті будуть результати досліджень окремих питань макрофінансової та макроекономічної стабілізації в Україні [9; 10].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Центральні банки країн з ринками, що розвиваються активно вдосконалюють існуючі та впроваджують нові інструменти, що описується в останніх публікаціях. Тому виникає потреба в проведенні дослідження впровадження, опису характеристик та використання нових і розвитку існуючих інструментів монетарної в країнах з ринками, що розвиваються в контексті досягнення цілей макроекономічної та макрофінансової стабілізації. Це дозволить систематизувати переваги та недоліки нових інструментів монетарної політики, оцінити потенціал їх використання, і в подальшому визначити їх вплив на монетарну трансмісію та макроекономічні індикатори в умовах національної економіки. Також слід зауважити, що переважна більшість наукових публікацій, присвячених дослідженням питань забезпечення макроекономічної та макрофінансової стабілізації присвячена вивченню даних явищ в умовах економічного зростання або ж стагнації. В той же час, практично відсутні є публікації, де піднімається відповідна проблематика в умовах скорочення національної економіки країни, на території якої відбуваються повномасштабні бойові дії з усіма відповідними наслідками для населення, економіки,

фінансового та банківського секторів. Особливо актуальною дана проблематика є для нашої країни в сучасних умовах воєнного стану.

Постановка завдання. Мета даної публікації полягає в тому, щоб висвітлити результати проведених досліджень, спрямованих на вивчення досвіду застосування програм викупу активів центральними банками країн ЄМ з орієнтацією на розробку практичних рекомендацій щодо управління монетарною політикою для національного регулятора в сучасних умовах.

Для досягнення поставленої мети сформульовано та вирішено наступні завдання:

- визначено сутність програм викупу активів в країнах ЄМ;
- наведено перелік фінансових активів, викуп яких здійснювався центральними банками країн ЄМ;
- визначено мету застосування APP в країнах ЄМ;
- представлено опис механізму, каналів впливу та результатів APP в країнах ЄМ;
- проведено аналіз основних ризиків, які пов'язані зі застосуванням APP в країнах ЄМ;
- сформовано рекомендації щодо застосування APP в умовах України.

Виклад основного матеріалу дослідження.

У рамках стратегії інфляційного таргетування для досягнення інфляційної цілі, центральні банки приймають рішення зі встановлення ключової ставки як основного інструменту монетарної політики. Слід відмітити, що протягом останніх десятиліть центральні банки не обмежуються застосування виключно традиційних інструментів як в розвинутих країнах, так і в країнах з ринками, що розвиваються, що підтверджується наведеним вище оглядом літератури.

На даний час в практиці формування та практичної реалізації монетарної політики, регулятори поряд з традиційними використовують і нові інструменти, зокрема програми викупу активів (assets purchase program – APP). Суть APP полягає у купівлі центральним банком фінансових активів, зазвичай довгострокових. Монетарну політику з використанням APP також часто називають нестандартною або неконвенційною монетарною політикою, на протипагу стандартній монетарній політиці, яка передбачає встановлення відсоткових ставок на додатній території.

Виникнення APP зумовлене необхідністю додаткового монетарного пом'якшення, коли процентні ставки знаходяться на рівні ELB. Варто зазначити, що рівень ELB у країнах ЄМ може бути вищим, ніж для розвинутих економік через нижчу альтернативну вартість готівки [1]. Крім того, в країнах ЄМ подальше зниження відсоткових ставок може бути небажаним, через вищу вразливість до відтоку капіталу, що сприятиме знеціненню внутрішньої валюти, і як

результат посилить ризики роз'якорення інфляційних очікувань та підвищення волатильності премії за ризик [4]. За таких умов для центрального банку може виглядати більш привабливим рішення розпочати APP, аніж використання стандартних інструментів.

Протягом кризи COVID-19, щонайменше 18 центральних банків країн ЄМ широко застосували APP [11]. Зокрема в цей список входять ЦБ таких європейських країн ЄМ як Польща, Хорватія, Угорщина, Туреччина, Румунія та Сербія. Проте як зазначається в [8], ЦБ Сербії не оголошував про запуск APP, але проводив прямі двосторонні транзакції державних цінних паперів з комерційними банками. Баланс ЦБ Сербії демонструє, що частка державних цінних паперів зросла.

Для більшості центробанків країн ЄМ це був перший досвід застосування APP. До винятків можна віднести ЦБ Угорщини, який вперше запустив APP в січні 2018 року. Програма була націлена на придбання іпотечних цінних паперів з початковим терміном погашення 3 роки і більше. Центробанк Угорщини запровадив таку програму для поширення ефекту м'яких монетарних умов, зокрема на довгий відрізок кривої дохідності. Крім того, для сприяння стабілізації та розвитку ринку іпотечних цінних паперів, зниженню частки премії за ризик у відсоткових ставках банків. Очікуваний кінцевий результат полягав у поширенні довгострокових іпотечних кредитів з фіксованою ставкою [12].

Додатково варто зазначити, що у випадку Чехії регуляторний орган безпосередньо не запроваджував APP, проте було внесено зміни до закону про центральний банк, що в подальшому дозволяє купівлю державних цінних паперів на вторинному ринку. У таблиці 1 представлено огляд типів активів, ринку, на якому здійснено викуп цих активів, а також оголошені цілі APP у випадку європейських країн ЄМ.

Як можна помітити з таблиці 1, основні типи активів, які були придбані центральними банками європейських країн ЄМ, здебільшого є державними внутрішніми борговими цінними паперами. За наявності розвинутого фінансового ринку активами, які викупує центральний банк також можуть бути:

- цінні папери забезпечені іпотекою;
- гарантовані державою боргові цінні папери;
- корпоративні (особливо великих нефінансових компаній, так званих «блакитних фішок»);
- банківські та облігації центрального банку.

З метою невторчання в процес ціноутворення, придбання активів незалежно від типу зазвичай здійснюється на вторинному, а не первинному ринку. APP також може бути націлена на активи в іноземній валюті, але дане дослідження оминає розгляд специфіки таких програм.

Таблиця 1

Характеристика АРР запроваджених центральними банками європейських країн з ринками, що розвиваються в 2020 році

Країна	Тип активів	Ринок	Оголошені цілі
Польща	1) державні облигації; 2) облигації з державною гарантією	вторинний	1) зміна структури довгострокової ліквідності банківської системи; 2) підтримка ліквідності на вторинному ринку державних цінних паперів; та 3) посилення впливу зниження ключової ставки на економіку
Хорватія	1) державні облигації	вторинний	1) стабілізація внутрішнього ринку облигацій
Угорщина	1) державні облигації; 2) гарантовані державою боргових цінні папери; 3) іпотечні облигації	вторинний, іпотечні цінні папери також на первинному	1) підвищення дієвості монетарної трансмісії; 2) збереження стабільної позиції ліквідності на ринку державних цінних паперів; і 3) покращення доступу банківської системи до довгострокового фондування за допомогою викупу іпотечних цінних паперів
Туреччина	1) державні облигації; 2) державні цінні папери, емітовані Фондом державного соціального страхування на випадок безробіття	вторинний	1) посилення дієвості трансмісійного механізму монетарної політики завдяки збільшенню глибини вторинного ринку державних облигацій; 2) підтримання обґрунтованого ринкового ціноутворення на державні боргові цінні папери; та 3) надання банкам гнучкості в управлінні власною ліквідністю
Румунія	1) державні облигації	вторинний	1) консолідація структурної ліквідності в банківській системі для безперебійного фінансування реального та державного секторів економіки

Джерело: [11; 13–17]

Цілі застосування АРР, які були оголошені центральними банками є багатогранними. Разом із покращення функціонування та надання ліквідності таргетованому ринку, центральні банки також зазначали про відновлення та/або посилення трансмісійного механізму монетарної політики як ціль застосування АРР. На відміну від АРР в країнах з розвинутою економікою, АРР в країнах ЕМ, як правило, не були спрямовані на забезпечення додаткового макроекономічного стимулу перебуваючи на рівні або близькому до ELB [8; 18]. Крім того, програми АРР в країнах ЕМ є меншими за масштабом та тривалістю, а також здійснювались разом із застосуванням стерилізації. Тобто разом із розширенням балансу через купівлю фінансових активів центральний банк одночасно проводить інші операції, що вичерпує отримані додаткові резерви. Наприклад, ЦБ Польщі випустив власні цінні папери, тоді як ЦБ Угорщини використовував депозитну систему для вилучення ліквідності, створеної в результаті АРР [18].

Теоретичні основи АРР в країнах ЕМ все ще досліджуються і не є чіткими. Для прикладу, у працях [7; 8] представлено спробу систематизувати теоретичні основи трансмісії АРР на економіку ринків, що розвиваються. Узагальнивши даний матеріал можна виокремити кілька взаємопов'язаних каналів трансмісії АРР:

– *прямий вплив на ціну таргетованого ринку*: зміна ліквідності на цільовому ринку →

формування нового співвідношення попиту та пропозиції → адаптація рівноважної ціни до нового співвідношення;

– *канал ребалансування портфеля, через який приватний сектор перерозподіляє отриману ліквідність*: ЦБ купляє на вторинному ринку довгострокові активи → підвищення відносного попиту → зниження дохідності довгострокових активів → інші типи активів стають більш привабливими → вплив на обсяг та склад портфелю приватного сектору, зниження премії за ризик та збільшення реальних інвестицій. Ефективність цього каналу визначається ступенем взаємопов'язаності ринків та схильністю агентів до ризику: взаємопов'язаність дозволяє краще поширювати ліквідність; нижча прибутковість активів також може призвести до того, що агенти, які не схильні до ризику, збільшать заощадження, що знизить сукупний попит;

– *канал очікувань*: ЦБ оголошує характеристики, умови, обсяги та терміни АРР → вплив на очікування агентів щодо майбутніх короткострокових процентних ставок → зниження невизначеності та премії за ризик → краще закорення очікувань. Як і попередній канал, впливає на довгострокові процентні ставки. Ефективність цього каналу визначається довірою до ЦБ;

– *кредитний канал*: ЦБ впроваджує АРР → зниження обмеження ліквідності та премії за ризик, зміна нахилу кривої дохідності → банки

та інші кредитні установи збільшують пропозицію кредиту;

– *канал обмінного курсу*: впровадження АРР → зміна диференціалу процентних ставок або спрямованість на купівлю активів, деномінованих в іноземній валюті → знецінення національної валюти → стимулювання експорту → позитивний вплив на економічні перспективи та інфляцію. Рівень відкритості фінансових ринків для іноземних інвесторів визначає ефективність цього каналу.

– *фіскальний канал*: впровадження АРР → очікування позитивних ефектів від АРР для фінансової стабільності та майбутнього росту → зниження відсоткових виплат та ризиків, пов'язаних з рефінансування боргу для уряду. Значимість цього каналу залежить від мети АРР та сприйняття ефективності уряду.

Вплив та дієвість кожного каналу може різнитись між країнами в залежності від зазначених факторів. Важливу роль для дієвості каналів відіграють структурні фактори та ступінь стерилізації АРР.

Попри можливі позитивні короткострокові ефекти від АРР в країнах з ринками, що розвиваються, присутня невизначеність щодо довгострокових наслідків таких програм, а також поза контекстом кризового періоду. Також збільшення обсягів та/або терміну дії АРР зумовлюють

посилюють ризики використання таких програм. На основі аналізу [4; 6; 8] сформовано таблицю 2. У даній таблиці представлено перелік ризиків, пов'язаних із безпосереднім застосуванням АРР в умовах країн ЕМ, а також набір факторів, які одноосібно або в комплексі їх зумовлюють.

Крім того, існують наступні фактори, що зумовлюють ризики пов'язані саме з дієвістю АРР в країнах з ринками, що розвиваються:

– вплив аналогічних факторів, які зумовлюють вищі короткострокові ставки, ймовірно, обмежуватиме можливість зниження довгострокової прибутковості;

– чутливість сукупного попиту в країнах ЕМ до відсоткових ставок на короткострокового, а не довгого кінця кривої дохідності;

– більш важлива роль каналу обмінного курсу в дієвості монетарної трансмісії;

– неефективність витрат, які профінансовані за допомогою АРР.

Існуючі дослідження про застосування АРР у відповідь на кризу спричинену COVID-19 у країнах ЕМ демонструють, що у короткостроковій перспективі програми загалом справді мали позитивний ефект. У таблиці 3 представлено огляд емпіричних досліджень ефектів від оголошення та безпосереднього застосування АРР.

Таблиця 2

Ризики застосування АРР в країнах з ринками, що розвиваються та фактори, що їх спричиняють

№	Ризик	Фактор
1	фіскальне домінування	1) обмеження здатності ЦБ підвищувати відсоткові ставки через наявність довгострокового боргу на балансі ЦБ; 2) низький рівень незалежності ЦБ; 3) значна частка державних банків; 4) великий і стійкий фіскальний дефіцит разом з високим рівнем державного боргу
2	послаблення довіри до центрального банку та роз'якорення очікувань	1) початкова низька довіра до ЦБ; 2) низький рівень незалежності ЦБ; 3) фіскальне домінування
3	підвищення премії за ризик, відтік капіталу, знецінення внутрішньої валюти та тиск на довгострокові ставки	1) період відтоку капіталу з ЕМ; 2) низька довіра до ЦБ; 3) низький рівень незалежності ЦБ; 4) фіскальне домінування; 5) слабкі перспективи подальшого росту
4	підвищення кредитного ризику для ЦБ	1) купівля активів низької якості
5	ризик сприйняття наче ЦБ віддає перевагу деяким фірмам за рахунок їхніх конкурентів у випадку купівлі приватних облігацій	1) низька прозорість та підзвітність АРР
6	викривлення рішень щодо заощаджень та інвестицій через послаблення ринкових сигналів про міжчасовий розподіл капіталу та ціноутворення ризику	1) тривале застосування АРР
7	викривлення ринкової динаміки та ціноутворення	1) тривале застосування АРР, особливо на первинному ринку

Джерело: власна розробка на основі [4; 6; 8]

Таблиця 3

Огляд досліджень практичних результатів застосування APP центральними банками країн ЕМ

Автори	Дата	Вибірка	Дохідність облігацій	FX	Ефект на акції	Вартість зовнішнього запозичення
Yavuz Arslan, Mathias Drehmann and Boris Hofmann (Липень 2020)	Березень 2020 – Квітень 2020	Чилі, Колумбія, Індія, Індонезія, Корея, Філіппіни, ПАР, Таїланд, Туреччина	+	~		
Can Sever, Rohit Goel, Dimitris Drakopoulos, and Evan Papageorgiou (Грудень 2020)	Лютий 2020 – початок Травня 2020	13 ЕМ	+	-	~	
Chiara Fratto, Brendan Harnoys Vannier, Borislava Mircheva, David de Padua, and Hélène Poirson (Січень 2021)	Березень 2020 – Серпень 2020	27 ЕМ та 8 малих АЕ	+	-		-
Marco Arena, Rudolfs Bems, Nadeem Ilahi, Jaewoo Lee, William Lindquist, and Tonny Lybek (Вересень 2021)	Березень 2020 – Липень 2020	Румунія, Польща, Угорщина, Хорватія, Туреччина	+	-	+	

Примітка: знак (+) означає, що виявлено значущий ефект, (-) відображає слабкий ефект, тоді як (-) позначає відсутність значущого ефекту.

Джерело: власна розробка на основі [6-8; 19]

Проаналізовані дослідження свідчать, що APP дозволили стримати ріст дохідності облігацій, сприяли зниженню довгого кінця кривої дохідності та не спричинили суттєвого знецінення національної валюти, що дозволило підтримати економіки країн ЕМ під час шоку пандемії та сприяти макроекономічній та макрофінансовій стабілізації. Водночас ризик фіскального домінування не матеріалізувався, і цей висновок стосується навіть тих випадків, коли цілі APP були пов'язані з фінансуванням дефіциту [6]. Це можна пояснити наступними чинниками:

APP були нетривалими та невеликими за обсягом;

- наявністю валютних інтервенцій та інших форм стерилізації монетарної політики;
- здійснювались у обставинах кризи спричиненої пандемією COVID-19.

Проте проаналізовані дослідження свідчать, що результати є досить гетерогенними серед різних країн, що доводить значимість початкових умов та специфічних факторів, а також важливість комунікації центрального банку щодо таких заходів. Крім того, залишається невизначеним довгострокові наслідки таких програм, особливо якщо брати до уваги більш широкомасштабні APP, без оголошеної дати завершення та поза за контекстом кризи.

Як зазначають [7], прямий ефект та вплив через сигнальний канал є більшим від

застосування APP в порівнянні зі зниженням ключових ставок, і сильнішим для ринків, що розвиваються в порівнянні з розвинутими економіками. Автори додають, що дієвість каналу обмінного курсу залежала від того, чи було оголошення APP зроблено протягом кількох днів після зниження політичної ставки. Знецінення національної валюти після оголошення APP дуже ймовірно може бути побічним ефектом від зниження ключової ставки, оголошеного напередодні або за кілька днів до APP. Водночас оголошення APP, які збіглися з валютними інтервенціями, не були ефективними для зниження вартості позик: вони мали позитивний і статистично значущий вплив на прибутковість 10-річних облігацій. Цікаво, що автори також виявили, що масштабніші за обсягом програми, (по відношенню до ВВП), а також APP, оголошені в країнах з меншим простором для монетарного пом'якшення, асоціюються з меншим впливом на ринки державних 10-річних облігацій. На кінець, автори виокремлюють множину факторів, які схоже покращили результати APP такі, як:

- довіра до центрального банку;
- великий простір для монетарної політики;
- низька частка державних облігацій у нерезидентів, тоді як наступні фактори не мали впливу;
- прозорість ЦБ;
- режим монетарного та валютного курсу;

– частка іноземних інвестицій.

До цього [6] додають, що оголошення ФРС щодо нових широких заходів для підтримки економіки США, включаючи QE, також допомогло знизити прибутковість облігацій, зміцненню обмінних курсів та підтримало фондові ринки EM, тоді як зростання VIX мало протилежний ефект. Щодо безпосереднього ефекту на акції в країнах EM, то APP певною мірою допомогли фондовим ринкам відновитися.

Однак для того, щоб потенційні вигоди від запровадження APP перевищували можливі втрати через матеріалізацію тих чи інших ризиків, пов'язаних з такими програмами, необхідна наявність низки передумов. Через це використання цього інструменту може бути обмеженим або недоцільним в умовах деяких країн EM, зокрема таких як Україна. Для прикладу [8] зазначають про важливість тривалого періоду макроекономічної стабільності та надійні економічні інститути. Узагальнюючи можна виокремити таку множину специфічних факторів, які сприяють ефективності застосування APP в країнах EM:

- відсутність великого та стійкого фіскального дефіциту та високого рівня державного боргу;
- розвинений внутрішній фінансовий ринок цінних паперів;
- високий рівень довіри до центробанку та національної валюти, закорені інфляційні очікування;
- перспективи економічного росту, що сприятиме стабілізації державного боргу без допомоги центрального банку;
- відсутність великого дефіциту поточного рахунку;
- значні обсяги міжнародних резервів для запобігання знеціненню національної валюти та стерилізації надлишкової грошової маси.

Також визначають рамки застосування APP глобальні умови, зокрема глобальне монетарне пом'якшення, застосування APP іншими країнами EM та глобальне зниження прибутковості облігацій. За таких умов відтік портфельних інвестицій внаслідок запровадження APP, і як результат знецінення національної валюти, є менш ймовірним. Додаткову невизначеність від запровадження APP в Україні можуть зумовлювати стан розвитку фінансового ринку та рівень довіри до монетарної політики центрального банку.

Разом з аналізом досвіду застосування APP країнами з ринками, що розвиваються в середовищі кризи COVID-19, також необхідно провести подальший аналіз для оцінки дієвості каналів та довгострокових ефектів APP. Водночас необхідно дослідити ступінь виконання передумов, необхідних для ефективного запровадження цього інструменту в реаліях економіки України та адекватно оцінити зовнішні умови в момент запровадження.

У випадку доцільності реалізації APP, для мінімізації кредитного ризику ЦБ повинен надавати перевагу якісним активам на вторинному ринку, що сприятиме зниженню кредитних ризиків. Для мінімізації ймовірності матеріалізації ризиків пов'язаних з довірою до центробанку, запроваджуючи таку програму комунікаційна політика регулятора повинна включати такі елементи:

- зазначити про причини та цілі реалізації програми;
- описати умови та стратегію завершення програми;
- регулярно звітувати про хід реалізації, масштаби та результати програми.

Висновки та пропозиції щодо подальших досліджень. У відповідь на кризу COVID-19 щонайменше 18 центральних банків країн EM протягом 2020–2021 років запровадили неконвенційний інструмент монетарної політики – програми викупу активів. У даній праці представлено дослідження досвіду застосування APP в країнах з ринками, що розвиваються на основі аналізу наукової літератури та публікацій центральних банків відповідних країн.

Історично перші програми викупу активів запроваджували центральні банки розвинутих країн для забезпечення додаткового макроекономічного стимулу перебуваючи на рівні ефективної нижньої межі або близькому до нього. На відміну від програм кількісного пом'якшення, які запроваджували центральні банки країн з розвинутою економікою, APP в країнах EM були меншими за обсягом та тривалістю. Крім того, деякі ЦБ країн EM одночасно проводили стерилізацію створеної внаслідок програми ліквідності. Придбання активів, здебільшого державних цінних паперів, зазвичай відбувалось на вторинному ринку з метою невтручання в процес ціноутворення. Проте мали місце особливі випадки, коли ЦБ країн EM здійснювали придбання інших типів активів, наприклад іпотечних цінних паперів і на первинному ринку. Загалом метою таких програм був менеджмент ліквідності банківської системи, стабілізація ринку і посилення монетарної трансмісії.

Механізм впливу APP все ще досліджується, проте на даний момент у літературі виокремлюють 6 каналів: прямий вплив на ціну таргетованого ринку, ребалансування портфеля, очікувань, кредитний, обмінного курсу та фіскальний. Дієвість кожного каналу трансмісії APP залежить від структурних особливостей, макроекономічних основ та глобального середовища. Водночас дієвість каналів визначає ймовірність настання можливих ризиків пов'язаних із запровадженням.

Основні ризики пов'язані із застосування APP концентруються навколо побоювання фіскального домінування, і як наслідок, втраченою незалежності центрального банку, а також

спотворення ринкової динаміки та рішень агентів. Попри позитивні короткострокові ефекти від APP в країнах з ринками, що розвиваються, присутня невизначеність щодо довгострокових наслідків APP, як і щодо запровадження більш масштабних APP поза контекстом глобального кризового періоду.

Для ефективного застосування APP в реаліях економіки України варто сприяти подальшому розвитку фінансового ринку, досягнути тривалого періоду цінової стабільності та підвищення рівня довіри до центрального банку. Також представлено множини передумов, виконання яких визначатиме ефективність та рамки застосування APP. Якщо відповідно до цих передумов існує доцільність реалізації APP, то центральному

банку рекомендовано надати перевагу якісним цінним паперам та здійснювати придбання на вторинному ринку. На кінець, важливо сформулювати та дотримуватись стратегії комунікаційної політики, яка передбачає прозорість та підзвітність таких програм. Крім того, більш ніж просто нагальним завданням, є вивчення досвіду застосування програм викупу активів центробанками тих нечисленних країн, на території яких велись повномасштабні бойові дії з окупацією частини суверенної території, мали місце суттєві руйнування інфраструктури та істотні скорочення валового виробництва. Поточна ситуація в державі вимагає також часткового перегляду підходів до забезпечення макроекономічної та макрофінансової стабілізації.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Valle, G. D., Themeli, E., Veyrune, R. M., Cabezon, E., Guo, S., & Shabsigh, G. The Effective Lower Bound for the Policy Rate in Euroized Economies-An Application to the Case of Albania, *IMF Working Papers*. 2018. № 55, A001. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2018/055/article-A001-en.xml>.
2. Bernanke, B. S. The new tools of monetary policy. *American Economic Review*. 2010. № 110(4), p. 943–83. DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.110.4.943>.
3. MacDonald, M., & Popiel, M. K. Unconventional monetary policy in a small open economy. *Open Economies Review*. 2020. № 31(5), pp. 1061–1115. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11079-020-09583-6>.
4. Hofman, D., & Kamber, G. Unconventional monetary policy in emerging market and developing economies. *IMF MCM Special Series on COVID-19*, 2020. September, International Monetary Fund, Washington, DC. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/01/22/Unconventional-Monetary-Policies-in-Emerging-Markets-and-Frontier-Countries-50013>.
5. Niedźwiedzińska, J. Initial monetary policy response to the COVID-19 pandemic in inflation targeting economies. *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*. 2021. № 308 (4), pp. 125–165.
6. Sever, C., Goel, R., Drakopoulos, D., Papageorgiou, E., & Natalucci, F. M. Effects of Emerging Market Asset Purchase Program Announcements on Financial Markets During the COVID-19 Pandemic, *IMF Working Papers*, 2020. № 292, A001. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2020/292/article-A001-en.xml>.
7. Fratto, C., Vannier, B. H., Mircheva, M., de Padua, D., & Ward, M. H. P. Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries. *International Monetary Fund*. 2021. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/01/22/Unconventional-Monetary-Policies-in-Emerging-Markets-and-Frontier-Countries-50013>.
8. Lindquist, W. Asset Purchase Programs in European Emerging Markets, *Departmental Papers*. 2021(021), A001. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/087/2021/021/article-A001-en.xml>.
9. Захожай К. В., Жам О. Ю. Основні принципи і пріоритети макрофінансової стабілізації в контексті економічного розвитку держави. *Інвестиції: практика та досвід*. 2019. № 9. С. 34–39. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2019.9.34>.
10. Славкова О. П. Макроекономічна стабілізація в контексті економічного зростання. *Вісник СумДУ. Серія Економіка*. 2017. № 3. С. 166–173.
11. IMF. Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery. October 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020M>.
12. MNB. Annual Report, *Magyar Nemzeti Bank*. 2018. URL: <https://www.mnb.hu/en/publications/reports/annual-report/annual-report-2018>.
13. Official Web Site of Narodowy Bank Polski. URL: <https://www.nbp.pl>.
14. Official Web Site of Hrvatska Narodna Banka. URL: <https://www.hnb.hr/en>.
15. Official Web Site of Magyar Nemzeti Bank. URL: <https://www.mnb.hu/web/en>.
16. Official Web Site of Central Bank of the Republic of Türkiye. URL: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en>.
17. Official Web Site of Banca Națională a României. URL: <https://www.bnr.ro/Home.aspx>.
18. Lindquist, W., Ilahi, N., & Lee, J. How Emerging European Economies Found a New Monetary Policy Tool. IMF European Department. *IMF Country Focus*. 2021. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/09/28/na092921-how-emerging-european-economies-found-a-new-monetary-policy-tool>.
19. Hofmann, B., Shim, I., & Shin, H.S. Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic. *BIS Bulletins 5, Bank for International Settlements*. 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/bisbull20.htm>.

REFERENCES:

1. Valle, G. d., Themeli, E., Veyrune, R. M., Cabezon, E., Guo, S., & Shabsigh, G. (2018). The Effective Lower Bound for the Policy Rate in Euroized Economies-An Application to the Case of Albania, *IMF Working Papers*, 2018 (055), A001. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2018/055/article-A001-en.xml>.
2. Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. *American Economic Review*, 110 (4), 943–83. DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.110.4.943>.
3. MacDonald, M., & Popiel, M. K. (2020). Unconventional monetary policy in a small open economy. *Open Economies Review*, 31(5), 1061–1115. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11079-020-09583-6>.
4. Hofman, D., & Kamber, G. (2020). Unconventional monetary policy in emerging market and developing economies. *IMF MCM Special Series on COVID-19*, September, International Monetary Fund, Washington, DC. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/01/22/Unconventional-Monetary-Policies-in-Emerging-Markets-and-Frontier-Countries-50013>.
5. Niedźwiedzińska, J. (2021). Initial monetary policy response to the COVID-19 pandemic in inflation targeting economies. *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*, 308(4), 125–165.
6. Sever, C., Goel, R., Drakopoulos, D., Papageorgiou, E., & Natalucci, F. M. (2020). Effects of Emerging Market Asset Purchase Program Announcements on Financial Markets During the COVID-19 Pandemic, *IMF Working Papers*, 2020 (292), A001. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2020/292/article-A001-en.xml>.
7. Fratto, C., Vannier, B. H., Mircheva, M., de Padua, D., & Ward, M. H. P. (2021). Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries. *International Monetary Fund*. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/01/22/Unconventional-Monetary-Policies-in-Emerging-Markets-and-Frontier-Countries-50013>.
8. Lindquist, W. (2021). Asset Purchase Programs in European Emerging Markets, *Departmental Papers*, 2021(021), A001. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/087/2021/021/article-A001-en.xml>.
9. Zakhozay, K. and Zham, O. (2019), "The main principles and priorities of macrofinancial stabilization in the context of the economic state development", *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*, vol. 9, pp. 34–39. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2019.9.34>.
10. Slavkova O. P. (2017) Makroekonomichna stabilizatsiya v konteksti ekonomichnoho zrostannya. *Visnyk SumDU. Seriya Ekonomika*. № 3. S. 166–173.
11. IMF (2020). Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery. October 2020. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020M>.
12. MNB (2018). Annual Report, Magyar Nemzeti Bank, 2018. Available at: <https://www.mnb.hu/en/publications/reports/annual-report/annual-report-2018>.
13. Official Web Site of Narodowy Bank Polski. URL: <https://www.nbp.pl>.
14. Official Web Site of Hrvatska Narodna Banka. Available at: <https://www.hnb.hr/en>.
15. Official Web Site of Magyar Nemzeti Bank. Available at: <https://www.mnb.hu/web/en>.
16. Official Web Site of Central Bank of the Republic of Türkiye. Available at: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en>.
17. Official Web Site of Banca Națională a României. Available at: <https://www.bnr.ro/Home.aspx>.
18. Lindquist, W., Ilahi, N., & Lee, J. (2021). How Emerging European Economies Found a New Monetary Policy Tool. *IMF European Department. IMF Country Focus*. Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/09/28/na092921-how-emerging-european-economies-found-a-new-monetary-policy-tool>.
19. Hofmann, B., Shim, I., & Shin, H. S. (2020). Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic. BIS Bulletins 5, *Bank for International Settlements*. Available at: <https://www.bis.org/publ/bisbull20.htm>.