

УДК 336.774/339.4



■ Віктор Козюк
Viktor Kozjuk

Доктор економічних наук, професор
Sc.D. (Economics), Professor
E-mail: victorkozyuk@rambler.ru

Дослідження /

Незалежність центральних банків після глобальної фінансової кризи: "сіра зона статус-кво"

Central banks independence after the global financial crisis: "gray area of the status quo"

Показано зміни, які під впливом реалізації неконвенціональної монетарної політики відбулися в розрізі елементів "анатомії монетарної автономії". Стверджується, що досягнення консенсусу з приводу майбутніх обрисів макрофінансової теоретичної основи функціонування центробанків справлятиме вплив на профіль їхньої незалежності. Констатується наявність потенційної згоди на часткове обмеження фактичної незалежності в рамках стабілізаційних заходів в "обмін" на стримування інтенцій до внесення формальних змін, здатних суттєво похитнути інститут автономії центробанку, що можна кваліфікувати як "сіру зону статус-кво". Обґрунтовано тезу, що згода на певну форму фіскального домінування може бути виграною лише тоді, коли "політика кривої дохідності" є складовою програм фіскальної консолідації. Визначальними мають бути суспільні переваги у сфері запобігання виникненню "боргового нависання", отримані завдяки статусу центробанку.

The article shows changes that appeared under implementation of the unconventional monetary policy in the context of elements of anatomy of monetary autonomy. The author asserts that a consensus about future outlines of the macrofinancial theoretical background of central banks operation will affect the profile of their independence. It is stated that the current situation looks like an implicit consensus on partial constraint of actual independence for stabilization purposes in exchange for restraining intentions of undertaking formal changes that may undermine the institute of central bank's autonomy; this can be considered as a "gray area of the status quo". It is grounded that consent to certain fiscal dominance can be advantageous solely on the condition that the "policy of yield curve" is a part of fiscal consolidation programs. Social preferences in the area of avoiding debt overhang, which were obtained owing to central bank's status, are crucial.

Ключові слова: незалежність центрального банку, глобальна фінансова криза, неконвенціональна монетарна політика, монетарна автономія, очевидний інституціональний обмін, "боргове нависання", фіскальне домінування.

Key words: central bank independence, global financial crisis, unconventional monetary policy, monetary autonomy, implicit institutional exchange, debt overhang, fiscal dominance.

Негативний емпіричний досвід боротьби з інфляцією, здобутий країнами світу в 1970–1980-х роках, засвідчує дедалі більшу теоретичну і політичну потребу в академічному обґрунтуванні необхідності ізолювання монетарної політики від різного роду тиску та втягування у перерозподільчі конфлікти. Поєднання інституціональних змін у статусі центральних банків із запровадженням нових для 1990-х років механізмів реалізації монетарної політики ознаменували формування однозначного консенсусу з приводу того, що забезпечення цінової стабільності має бути

пріоритетом макростратегії, а довіра, транспарентність і відповідальність сукупно з очікуваннями економічних агентів є не менш значущими факторами, ніж традиційні макроекономічні змінні. Значний пласт емпіричних досліджень та успіхи у дезінфляції в рамках масштабних структурних реформ у багатьох країнах світу позначилися на тому, що принцип незалежності центрального банку було винесено за межі дискусій про варіанти технічної імплементації політики цінової стабільності, моделі оптимальної реакції на шоки, структуру функції реакції центрального банку

(набір змінних та величина коефіцієнтів) тощо. Крім того, у монетарній та інституціональній теоріях питання незалежності монетарних органів розвинулося настільки, що переросло в достатньо структурований набір усталених положень та схематичних рамок аналізу як з позиції макроекономіки, так і з позиції політичної економії (реальної взаємодії інституту центробанку з політичним процесом у суспільстві).

Втім, уже перші спроби подолати наслідки глобальної фінансової кризи показали, а наступні роки підтвердили думку багатьох дослідників, що про-

блема незалежності центробанків не вирішена остаточно ні теоретично, ні щодо практичного застосування. Формулювання "цінова стабільність, що забезпечується незалежним центральним банком" не стало остаточною, своєрідним "кінцем історії". У світлі появи нових макрофінансових дилем не лише загострилися традиційні дискусії про роль монетарної політики в макроекономічних процесах, а виникли нові виклики базовому принципу монетарної автономії. Дискусії про зв'язок між ціною та фінансовою стабільністю оголили новий вимір проблеми незалежності центробанків, який було розв'язано до кризи за принципом "одна ціль – один інструмент – один мандат – одна інституція". У загальній формі цю проблему можна сформулювати так: які межі сучасної відповідальності центральних банків, і як це слід відобразити в їхньому мандаті, отже, які інституціональні наслідки спричинить зміна набору інструментів політики, адекватніших реаліям "боргового нависання" та ускладнення макрофінансових зв'язків. З огляду на викладене вище, дослідження проблеми незалежності центробанків після глобальної фінансової кризи є вельми актуальним.

НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКІВ: ВІД ТЕОРЕТИЧНИХ ПІДХОДІВ, ЩО ВЖЕ СТАЛИ КЛАСИЧНИМИ, ДО ПОСТКРИЗОВИХ ДИСПУТІВ

Існують два основних підходи до осмислення становлення незалежності центробанків. Перший еволюціонував, відштовхуючись від теорії динамічної інконсистентності, в пошуках такої моделі монетарної політики, котра давала б змогу поєднати жорсткість правил, які користуються довірою, з гнучкістю, властивою дискреційним повноваженням. Оскільки неможливо сконструювати таке правило *ex ante*, тобто для прогнозних очікувань, відповідь на питання було знайдено в рамках поєднання техніки досягнення цінової стабільності (експліцитне чи імпліцитне таргетування інфляції) з інституціональним дизайном статусу монетарних органів. Другий підхід спирався на емпіричні свідчення оберненого зв'язку між рівнем незалежності центробанків та рівнем інфляції (детальніше про ранні дискусії на цю тему див. [1]).

У подальшому емпіричні дослідження стали тестовою лабораторією теоретичного аналізу монетарної авто-

номії. Щодо останнього, то можна виділити кілька дослідницьких напрямів.

По-перше, незалежність центральних банків перебуває в оберненому зв'язку з інфляцією, однак у розвинутих країнах щільність такого зв'язку поступово знижується завдяки зниженню внутрігрупової варіації інфляції, хоча в ранніх розвідках вона була більш явною. А от у країнах із ринками, що формуються, вона має чіткий характер, навіть попри те, що часто між формальним і фактичним статусом монетарних органів є суттєва різниця, яка впливає на статистичну значущість одержуваних зв'язків [2; 3; 4; 5].

По-друге, реформування статусу центробанків є продовженням ширших структурних трансформацій, пов'язаних із глобалізацією та специфічними загрозами, які вона привносить у сферу відповідальності монетарної політики. Глобалізація підвищує втрати від реверсів у потоках капіталу, зумовлених макроекономічною нестабільністю, тоді як цінова стабільність значно більшою мірою вказує на перерозподільчу нейтральність монетарної політики, що є стимулом до припливу капіталів [2; 6; 7].

По-третє, незалежність центрального банку має досить усталений набір елементів, які дають змогу поєднати різні функціональні підходи. Наприклад, окремі дослідники констатують, що незалежність центробанку забезпечують три основні елементи: чітка модель монетарної політики (вона дає можливість ідентифікувати, як з допомогою специфікованого інструментарію центробанк досягає чіткої кількісної цілі, внаслідок чого формуються передумови для транспарентності та перманентної можливості співвідносити поточні монетарні дії з кінцевим інфляційним результатом); результативність (досягнення і підтримання цінової стабільності підсилює незалежний статус монетарних органів, також результативність є формою політичної відповідальності та підставою для настання її санкційної складової); відповідальність (незалежність балансується відповідальністю та транспарентністю, але при цьому підсилює їх; це відбувається завдяки чітко визначеним повноваженням, окресленим процедурам ухвалення рішень та релевантності зв'язків між формальним статусом, технікою реалізації повноважень та системою звітування тощо) [8]. Інші вчені вказують, що незалежність центрального

банку складається з певного набору елементів, найголовнішими з яких є відсутність дуального чи мультимандата (тобто принцип єдиного мандата цінової стабільності), заборона на фінансування уряду, чітка система призначення та звільнення керівництва, відповідальності та підзвітності, які б не означали підпорядкування інституціям, що формуються на основі політико-електорального процесу, тощо [9].

По-четверте, невирішеною залишилася низка питань із докризових дискусій. Найбільшою мірою це стосується співвідношення незалежності у виборі цілей із незалежністю у виборі інструментів у форматі реакції системи "принципал – агент" на сильні шоки в середовищі номінальних негнучкостей. Також як важлива розглядалася проблема функціонального відокремлення монетарної політики від банківського нагляду та пруденційного регулювання з огляду на інституціональні ризики перехреснення компетенцій, які можуть впливати на довіру та відповідальність. Наприклад, країнам, у яких центробанк виконує виключно функцію реалізації монетарної політики, властивий нижчий рівень інфляції, ніж країнам, де центробанк також несе відповідальність за фінансову стабільність з огляду на виконання функцій із банківського регулювання та нагляду. Втім, різниця в рівнях інфляції залишає без відповіді питання про ступінь її критичності й макроекономічної значущості [10; 11]. Попри це, широкі емпіричні дослідження неспростовно доводять, що незалежність центробанку справляє однозначно позитивний вплив на інфляційну динаміку [12].

Після глобальної фінансової кризи дискусії про незалежність центральних банків відновились, однак під зовсім іншим кутом зору, ніж це було до кризи. З одного боку, впровадження різних форм неконвенціональної монетарної політики провідними центробанками світу відбувається без змін їхнього формального статусу. При цьому характер таких заходів неможливо однозначно вписати в установлені рамки незалежності центральних банків, пріоритетом яких є цінова стабільність. Попри це, неважко помітити, що градус диспутів значно підвищується з приводу того, в якій формі повинно зберегтися таргетування інфляції, і як центральні банки, намагаючись подолати пастку ліквідності, повинні модифікувати

монетарні режими, щоб не спровокувати підвищення цін, але вказати ринкам на необхідність формування очікувань щодо збереження реальних ставок низкими в майбутньому. При цьому сам факт подальшого дотримання докризового консенсусу стосовно незалежності центробанків не спростовується. Уточнення можуть стосуватися традиційного співвідношення між незалежністю щодо вибору цілей і незалежністю щодо вибору інструментів (яскрава дискусія з цього приводу представлена у збірнику Центру досліджень економічної політики, до якої увійшло 14 статей різних авторів [13]).

З другого боку, в деяких працях стверджується, що природа незалежності центробанків під час кризи та після неї зазнала змін. Зокрема, найбільше це стосується питань, пов'язаних з участю центробанків у операціях із пропозиції ліквідності та підтримання окремих сегментів фінансової системи. Вплив на криву дохідності, так само, як і розширення інструментів рефінансування, поєднуються з прямою участю монетарних органів у трансакціях з окремими інституціями, що явно не вписується в принципи незалежності.

Так, С. Кечетті вказує, що разом із переглядом теоретичних основ монетарної політики зазнає змін низка елементів, які є невід'ємними складовими "анатомії монетарної автономії", а саме: розмитість кінцевої цілі монетарної політики в силу відсутності визначення операційної цілі для підтримання фінансової стабільності; брак прозорості в сегменті питань, які стосуються забезпечення фінансової стабільності монетарними методами; посилення ризику підвищення політичної чутливості до рішень, ухвалюваних центробанками, особливо коли це стосується втягнення останніх у перерозподільчі конфлікти, перемішування цілей та інструментів [14]. Х. Каруна звертає увагу на те, що поруч із актуалізацією традиційної проблеми фіскального домінування додається "фінансове домінування" (визначення поточного монетарного курсу на основі врахування ситуації у сфері фінансів, зокрема ступеня обтяжливості боргів для приватного сектору тощо) та "домінування очікувань" (завищених очікувань щодо спроможності центробанку стабілізувати економіку, а також посилення впливу центробанків на очікування стосовно майбут-

ньої поведінки не так інфляції, як процентних ставок, наближених на даний момент до нуля, тощо) [15].

Переважає зростання ролі центробанків у сфері забезпечення фінансової стабільності та підтримання політики боргової експансії є ключовою позицією, що впливає на логіку досліджень проблеми монетарної автономії після кризи. Зокрема, опитування керівників центробанків підтвердило, що вони очікують розширення мандата за рахунок включення до основних завдань поруч із забезпеченням цінової стабільності також і підтримання фінансової стабільності. Тобто перехід на "ширший мандат" уже починає сприйматись як невідворотне (що підтверджують реформи Банку Англії, наприклад), однак спосіб виконання ширшого мандата залишається предметом дискусій. Відсутність консенсусу щодо того, яким способом фактично забезпечити поєднання цінової та фінансової стабільності в рамках специфікованого монетарного режиму – важливою складовою незалежності (з огляду на те, що специфікований режим є ключем до розуміння ролі прозорості та відповідальності в "анатомії монетарної автономії"), не виключає повернення докризового статус-кво. Основна причина – консерватизм у сфері управління центробанками [16].

Ряд дослідників стверджує, що незважаючи на актуальний ризик посилення сумнівів у макроекономічній валідності незалежності монетарних органів, акцентування на прозорості, відповідальності і завоюванні довіри може пом'якшити інтерпретацію неконвенціональних заходів, прочитаних через призму традиційних уявлень про незалежність. Заходи щодо підтримки євро є прикладами цього [17; 18]. Деякі вчені займають більш алармістські позиції, згідно з якими центробанки слід визнати "перенавантаженими" в розумінні неадекватності вимог щодо необхідності реалізації більш активістської монетарної політики. Намагання вирішувати провали структурної та фіскальної політики за рахунок пом'якшеної монетарної прямо підіриває незалежність центробанків і, найголовніше, є способом політичного маскування процесу повернення в період, коли вони ще не здобули незалежності [19].

Ще одним напрямом аналізу стає виявлення політико-інституційних та функціональних співвідношень між монетарною та макропруденцій-

ною політикою в рамках дискусії про незалежність центробанків. Попри те, що в даному питанні немає консенсусу [10; 20; 21], трапляються напрацювання у сфері теоретичного обґрунтування варіантів співіснування традиційних форм незалежності центробанків із новими підходами у сфері макрофінансового регулювання. Теоретична дискусія з цього приводу, швидше, свідчить про перенесення інструментарію аналізу монетарної автономії на нове коло проблем, що само собою є позитивним моментом. Тобто факт важливості чіткої специфікації та створення передумов для політичної верифікації функціональних повноважень у сфері цінової та фінансової стабільності не заперечується, а розвивається на основі звичного дискурсу. Втім, є підстави вважати, що питання незалежності центробанків у рамках перегляду парадигмальних основ макроекономічної політики потребує подальшої теоретичної консолідації. У цій статті автор ставить за мету показати основні динамічні зміни, що відбулися у сфері монетарної автономії під час кризи, та окреслити найважливіші теоретичні проблеми, які потребують поглибленого вивчення в подальшому, оскільки брак консенсусу з багатьох питань не виключає утворення "сірої зони статус-кво".

КРИЗА, НЕКОНВЕНЦІОНАЛЬНА МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ТА НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКІВ: ПРОБЛЕМА СУМІСНОСТІ, ПОСТАВЛЕНА ПОСТФАКТУМ

Після того, як обвал на іпотечному ринку США переріс у глобальну фінансову кризу, відбулися певні макрофінансові зрушення, що викликали досить швидкі реакції з боку провідних центробанків світу. Перша хвиля таких акцій доволі лаконічно вписувалась у вже відомий і апробований підхід із подолання криз на ринку активів. Стиснення ліквідності, перш за все доларової, практично одразу активувало масштабні дії Федеральної резервної системи (ФРС) США щодо грошової пропозиції як на внутрішньому фінансовому ринку, так і через операції своп із центробанками-партнерами. Найнесподіванішим моментом було те, що ескалація кризи супроводжувалася різким підвищенням курсу долара внаслідок стиснення саме доларової ліквідності. Банки зі значними від-

критичними позиціями щодо американських інтоксикованих активів одразу опинилися в складному становищі. Однак подальше розгортання подій виявило, що масштаби кризи та реакція на неї виходять за рамки звичного формату реакції на шоки ринків активів і потребують радикального перегляду як принципів макроекономічного менеджменту, так і теоретичних основ його побудови. Подальші хвили кризи показали досить високу залежність споживчого та інвестиційного попиту від стану ринку активів при тому, що відновлення останнього не гарантувало швидкої реанімації реального випуску. Підтримка сукупного попиту і реструктуризація у фінансовому та реальному секторах спиралися на масштабні дискреційні публічні дефіцити. Інфляція практично ніде не переросла в дефляцію, а падіння процентних ставок майже до нуля у світлі відновлення цін на первинні ресурси стало заручником не так пастки ліквідності, як спонтанних перетікань останньої в стагфляційну пастку. Крім того, виникнення кризи суверенної заборгованості розвинутих країн сукупно з пошуком варіантів поєднання фіскальної консолідації з фіскальним активізмом, довіра до яких виявилася однаково невисокою, утвердило консервацію на невизначений термін переходу більшості центробанків до режиму неконвенціональної монетарної політики.

Співвіднесення неконвенціональної монетарної політики з усталеним режимом цінової стабільності одразу продемонструвало різні відмінності. Зміни в балансах центробанків, процентна політика та різного роду кредитні чи кількісні пом'якшення не можуть бути зведені до окремого випадку боротьби з дефляційними очікуваннями в рамках орієнтації на досягнення цільового рівня інфляції, тісно пов'язаного із ціновою стабільністю, як передумови для перебування економіки на рівні потенційного завантаження виробничих потужностей. Також згадані відмінності не можуть бути розцінені як процеси адаптації до трансформації каналів монетарної трансмісії, окремі з яких виявились ушкодженими чи спотвореними під час фінансового потрясіння.

Масштаби змін і тривалість повернення до передкризової монетарної моделі (відомої як "Консенсус II") підтверджують, що докризова схема "мандат – специфікований режим монетарної політики – ціль – інстру-

мент – транспарентність – відповідальність – довіра" зазнала мутації. Оскільки така схема нерозривно пов'язана з формальним статусом центробанків та неформальним академічним, суспільним і політичним консенсусом щодо нього, то фактичний характер монетарної політики після кризи відобразив зміну цього неформального консенсусу. Іншими словами, на практиці інститут незалежності центральних банків зазнав суттєвої деформації. Популяризація та поступовий перехід до практики макропруденційного регулювання ще більше загострили питання про те, як повинні співвідноситися мандати цінової та фінансової стабільності, монетарні та макрофінансові інструменти; в який спосіб мають бути побудовані агентські відносини при реалізації монетарних та макрофінансових компетенцій, яким чином повинна бути специфікована політична нейтральність останніх у випадках, коли джерелом макрофінансової нестабільності є державний борг, а не приватний. Дані, наведені у таблиці 1, дають змогу порівняти між собою "ідеальний тип" незалежності центробанку, панівний досвід її втілення до кризи і трансформаційні зміни, які відбулися після 2008 року, в розрізі основних елементів автономії монетарних органів.

НЕВИЗНАЧЕНА МОДЕЛЬ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ МАЙБУТЬОГО: ФАКТИЧНІ ЗМІНИ У МОНЕТАРНІЙ АВТОНОМІЇ БЕЗ ФОРМАЛЬНОГО СУПРОВОДУ ЯК ГЕНЕРАТОРИ "СІРОЇ ЗОНИ СТАТУС-КВО"

Незважаючи на те, що дискусії про радикальний перегляд статусу центробанків і трансформацію мандату їхньої незалежності не ведуться, посилення академічної напруги довкола фундаментальних принципів монетарної політики не виключає формування інституціональної невизначеності щодо того, в якому інституціональному форматі повинні бути представлені центробанки, реалізуючи ще не окреслену "нову монетарну / макрофінансову парадигму". Слід відзначити появу кількох варіантів перегляду принципів монетарної політики з позиції проциклічності фінансової системи та значних флуктуацій на ринку активів.

1. Посилення ролі кількісних зна-

чень грошових агрегатів у процесі моніторингу міжчасових зв'язків між монетарною політикою та ринком активів. Агресивніша реакція на буми ринку активів повинна спиратися на кількісні обмеження грошової пропозиції, оскільки самих лише процентних ставок для цього замало. Підтвердження цьому – виникнення трансмісійного каналу ставлення до ризику. Повернення до виразніших монетаристських основ передбачає, що ретельніший контроль за грошовими агрегатами є адекватнішим засобом реагування на підвищення еластичності зв'язків між офіційною та приватною ліквідністю [22]. Неважко помітити, що в рамках указаних міркувань майбутнє незалежності центробанків не викликає побоювань; навпаки, традиційний кількісний монетаристський підхід дає змогу краще співвідносити більш широкий інфляційний результат (споживча інфляція + інфляція цін активів) зі специфікованим монетарним режимом, навіть якщо останній буде складним симбіозом імпліцитного таргетування інфляції та м'якого таргетування грошових агрегатів.

2. Розширення зони реакції центробанку на шоки сукупно з певним підвищенням цільової інфляції задля того, щоб у моменти виникнення її спадного тренду зниження центробанками ставок мало би стимулюючий вплив, а не створювало пастку ліквідності, в якій ставки близькі до нуля. Такий прокейнсіанський ухил акцентує не так на підтриманні цінової стабільності, як на тому, що фінансові шоки мають дефляційний характер, а тому монетарні органи повинні мати належний інструментарій для реанімації сукупного попиту після фінансових стресів [23; 24]. Попри те, що в межах такого бачення незалежність центробанків не піддається сумніву з міркувань своєї антиінфляційної ефективності, вочевидь допускається, що зміщення у бік меншої незалежності у виборі цілей може бути припустимим варіантом запобігання глибоким рецесіям, спровокованим фінансовими коливаннями.

3. Формування синтетичного підходу до макрофінансового регулювання є адекватнішим за умов, коли фази й амплітуди економічних та фінансових циклів суттєво різняться, а фінансова система стає більш еластичною до реакцій на зміни обсягів ліквідності та появу нових інструментів управління нею [25; 26]. Теза про

необхідність підпорядкування монетарних, макрофінансових, регуляторних та навіть фіскальних інструментів

завданню з підтримання макрофінансової стабільності наразі ще не переросла у більш-менш сформований

режим політики. Також важко сказати, чи не суперечитиме принципу незалежності центробанку вищій рі-

Таблиця 1. Частота міст, центральних банків

Елементи незалежності центробанку	"Ідеальний тип" незалежності	Панівна тенденція 1990-х – 2008 років	Після 2008 року
Мандат (формалізоване основне завдання)	Цінова стабільність – виключне завдання центробанку. Симетрія між конституційним рівнем та рівнем закону щодо визначення і тлумачення мандата	Цінова стабільність розглядалась як основне завдання; додаткові завдання, наприклад, фінансова стабільність, доповнювали основне завдання, але не розглядалися як дуальний мандат; формальний дуальний мандат міг мати альтернативне тлумачення, більш наближене до мандата цінової стабільності	Посилення дискусій щодо дуалізації мандата; забезпечення цінової та фінансової стабільності, а також щодо адекватності мандата цінової стабільності за умов наближення до нуля процентних ставок та дефляційних очікувань. Істотних зрушень у формальній дуалізації мандата не відбулося. Кількість країн з мандатом центробанку на досягнення цінової стабільності збільшилась (Україна)
Немонетарні функції (наприклад, банківський нагляд)	Агентське розмежування монетарних та немонетарних функцій задля нівелювання впливу принципів фінансової стабільності на монетарні рішення	Розмежування монетарних функцій та банківського регулювання (дві відокремлені інституції) мало місце, але не стало панівною тенденцією	Посилення інтенцій у бік зворотної інтеграції функцій з монетарної політики та банківського регулювання. Пошуки оптимального інституціонального формату поєднання монетарної та макрофінансової політики. Побудова складних організаційних моделей координації монетарної, макрофінансової політики та фінансового регулювання
Специфікований монетарний режим	Специфікація режиму забезпечує можливість ідентифікації відповідності між поточною монетарною політикою та реалізацією мандата. Специфікований режим спирається на академічне визначення, є техніко-юридичним, а не політичним. Специфікація передбачає повну незалежність у виборі інструментів та однозначно переконливий їхній зв'язок із ціллю	а. Таргетування інфляції розглядалось як невід'ємна технічна складова незалежності центробанку; б. Імплицитне таргетування інфляції могло бути представлено як специфікований режим через політику транспарентності; в. Побудова монетарної політики на основі варіанту на тему "правила Тейлора" дала змогу не так специфікувати режим, як визначити пріоритети у функції реакції ex post (postfactum) з екстраполяцією на очікування подібної реакції в майбутньому	Монетарна політика від початку кризи не піддається класифікації з точки зору традиційних монетарних режимів, тому отримала загальну назву "неконвенціональної". Теоретична експлікація неконвенціональної політики підтверджує, що остання не гарантує чіткого зв'язку між цілями та інструментами, цілі часто взагалі невизначені і до того ж не є кількісними. Можливості співвіднести мандат і поточну політику завдяки специфікації режиму практично відсутні. Це не виключає незалежності у виборі інструментів, хоча це вже не так очевидно, особливо у випадку агресивної політики щодо строкових спредів
Експліцитна інфляційна ціль	Незалежність у виборі кількісного цільового показника підкреслює Парето-нейтральні принципи макроекономічних рішень у сфері монетарної політики. Також така ціль пов'язує між собою режим, транспарентність і відповідальність	а. Реалізація кількісних стратегій цінової стабільності в рамках експліцитного таргетування інфляції; б. Імплицитне таргетування інфляції та його верифікація на основі емпіричного тестування функції реакції. Повна незалежність у виборі цілей не сформувалась як панівна тенденція, навіть коли інфляційна ціль визначалась експліцитно	Неконвенціональна політика не може бути зведена до експліцитного чи імплицитного таргетування інфляції, а традиційна функція реакції втрачає свою репрезентативність. Рівень інфляції, швидше, розглядається як внутрішній, не транспарентний, критерій масштабів кількісного пом'якшення
Роль центробанку у сфері бюджетного дефіциту і державного боргу	Повна заборона щодо участі в операціях на первинному ринку. Операції на вторинному ринку підпорядковані виключно монетарним цілям. Центробанк повинен мати повний імунітет від "фіскального домінування"	Реалізовано майже повною мірою	Формальних змін не сталося. Фактично обмеження щодо участі в операціях на первинному ринку долаються через погоджений викуп боргу через вторинний ринок. Пряма участь у підтриманні боргового ринку. Агресивна політика згладжування кута нахилу кривої доходності. Концентрація довгострокового боргу на балансі центробанку свідчить про те, що в рамках неконвенціональної монетарної політики межі між нею та фіскальним домінуванням стають більш розмитими
Роль центробанку у сфері відносин із фінансовими посередниками	Прямі операції з фінансовими посередниками слід звести до мінімуму. Операції мають здійснюватися на ринку і підпорядковуватися виключно монетарним цілям, а не підтриманню ліквідності та платоспроможності окремих установ	Акцент на непрямих монетарних інструментах не виключає, що в рамках політики рефінансування цілі із забезпечення фінансової стабільності можуть не суперечити цілової стабільності. У випадках стресів на ринках активів значення прямого збільшення пропозиції ліквідності різко підвищувалось	Розширення допустимих інструментів в операціях рефінансування та прямих аутрайт-інтервенцій на різних сегментах фінансової системи вказують на повне порушення принципу розмежування монетарних цілей та фінансового регулювання. Виникнення фінансового домінування свідчить про посилення ризиків відхилення центробанку від принципу Парето-нейтральності. Перерозподільний характер відносин із фінансовими посередниками актуалізує проблему перерозподільних конфліктів
Транспарентність	Повна транспарентність щодо макромоделі специфікованого монетарного режиму, ухвалення рішень та операційних цілей. Дає змогу забезпечити контроль за центробанком з боку учасників ринків через механізм формування очікувань	Досягнення високого рівня транспарентності щодо макромоделі монетарної політики, специфікації монетарного режиму та операційних цілей. Очікування виступали потужним засобом контролю за дотриманням центробанком оголошених цілей	Різно знизилась. Більшість елементів транспарентності зберігається стосовно макромоделі монетарної політики, але і частково втрачено щодо операційних цілей та логіки зв'язку між операціями та цілями у сфері фінансової стабільності
Відповідальність	Чітко структурована та юстиціабельна відповідальність за реалізацію мандата	Здебільшого досягнута	Відносний успіх у сфері фінансової стабільності спонукає до розширення зони відповідальності центробанку, що згортає підвищенням ризику тиску та втрати чітких контурів того, за що несе відповідальність центробанк
Роль довіри у забезпеченні незалежності	Довіра є ключовим механізмом підтвердження адекватності дій із підтримання цінової стабільності, внаслідок чого формує основи суспільного консенсусу щодо незалежності центробанку	Досягнення довіри перетворилося на своєрідне "марносластво". Попри це, довіра до монетарних органів у розвинутих країнах відіграла ключову роль у швидкому поширенні принципу незалежності центробанків решти країн світу	Поширення принципу довіри зі сфери цінової стабільності на сферу фінансової стабільності спонукає до більш комплексної оцінки центробанку учасниками ринку. Водночас це посилює невизначеність щодо меж між довірою та неадекватною довгостроковою політикою
Призначення та відповідальність керівництва	Чітко прописані процедури з метою нівелювання політичних мотивів та електоральних циклів	Здебільшого реалізовано	Не зазнало суттєвих змін. Посилення ризику зміщення пріоритетів щодо ex ante (очікуваної) переваги кандидата у керівники центробанку в кейнсіанській спектр не виключає заміщення формального статусу на особисту лояльність до певного макроекономічного курсу
Фінансова незалежність	Квазіфіскальні операції не допускаються. Центробанк повинен мати чіткі гарантії покриття збитків із бюджету внаслідок монетарних операцій. Формування резервів є пріоритетним поряд із перерахуванням прибутків до бюджету	Здебільшого реалізовано. Ступінь поширення квазіфіскальних операцій визначає рівень розвитку країни та якість її інститутів	Без особливих змін. Масштаби квазіфіскальних операцій суттєво зросли в країнах зі слабкими інститутами

вень координації між відокремленими інституціями, наділеними власним мандатом, чи центробанк повинен перетворитися на комплексну установу, що інтерналізує провали координації. Останнє реанімує на теоретичному рівні вже ідентифіковану проблему узгодження монетарних та макрофінансових інструментів як на рівні мандата і політичної відповідальності, так і на рівні операційного горизонту [10; 20; 21].

Наведені три варіанти суджень про взаємозв'язок між монетарною політикою та фінансовими процесами, з одного боку, можна вважати релевантним орієнтиром структурних змін у сфері функціонування центробанків. Залежно від того, яку ж базову макромоделю монетарної політики буде обрано, відповідно викристалізовуватиметься інституціональний профіль монетарних органів. З другого боку, проблема незалежності центробанків у довгостроковій перспективі постає у світлі того, що фактичні зміни, які відбулися в практичній монетарній політиці, вже вказують на трансформацію монетарної автономії (як це видно з таблиці 1). Така трансформація може стати відправною точкою вірогідної запізнлої інституціоналізації на формальному рівні (коли фактичні перетворення на практиці передують змінам формального статусу, що добре відомо з історії набуття центробанками незалежності у 1980–1990-х роках), а може перетворитися на спосіб невиразної консенсусної мутації звичних форм монетарної автономії без фіксації змін на формалізованому рівні.

У першому випадку трансформація повинна бути результатом політичного та академічного консенсусу, а тому вона набуватиме відкритих форм, які не гарантують однозначного успіху нових підходів. Схильність до консервативного бачення ролі незалежності центробанку в структурі макроекономічної політики продовжує підживлюватись емпіричними фактами на користь того, що ні під час, ні після глобальної фінансової кризи рівень інфляції не знизився нижче нуля (приклад Японії не береться до уваги), а інфляція цін на сировинні ресурси остаточно не приборкана навіть на тлі рецесії в розвинутих країнах.

У другому випадку прихований характер невиразного консенсусу не відкидає можливості фактичних змін та фрустрацію чинного інституту не-

залежності центробанку в обмін на збереження його формального статусу як своєрідну гарантію відновлення фактичного статусу після повернення до більш традиційної монетарної політики, коли неконвенціональні режими виконують своє завдання із виведення економіки з рецесії.

По суті, другий варіант означає не що інше, як утворення “сірої зони статус-кво”: відсутність формальних змін при збереженні неконвенціональної орієнтації, наповнення якої відхиляється, а інколи прямо порушує принцип незалежності. Найбільша небезпека такої “сірої зони” полягає в тому, що очевидний “обмін” збереження незалежного статусу на фактичну його фрустрацію не є засобом імунізації від вірогідних змін, які, швидше, лобюються на підґрунті академічної невизначеності та посилення поліфонії позицій щодо того, якими мають бути монетарна автономія, а також монетарна та макрофінансова політика в новому посткризовому середовищі. У цьому сенсі дискусії про розширення мандата в світлі проблеми зв'язків між монетарною та макрофінансовою політикою, відновлення фіскального та виникнення фінансового домінування виявляють найсуперечливіші моменти щодо майбутнього концептуального вираження незалежності центробанків.

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНА ДІАЛЕКТИКА РОЗШИРЕННЯ МАНДАТА: ЦІНОВА ТА ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ У СТРУКТУРІ ТЕОРІЇ НЕЗАЛЕЖНОСТІ ЦЕНТРОБАНКІВ

Розширення мандата за рахунок делегування центробанкам завдання із забезпечення фінансової стабільності не є чимось незвичним, зокрема з огляду на те, що ще до кризи таке завдання не було рідкісним. Подібне розширення сприймається з алярмізмом саме в світлі усталеної теоретичної та політико-інституціональної структуризації монетарної автономії та низки нових знань про макрофінансові взаємозв'язки. Поєднання завдань із забезпечення цінової та фінансової стабільності раніше так гостро не сприймалось як дуальний мандат, який загрожує принципу незалежності, з тієї простої причини, що мало місце досить просте розмежування цих завдань з точки зору макро- та мікропідходів в інституціо-

нальній організації практичної діяльності центробанку.

Чітка схема “мандат цінової стабільності – макропідхід – монетарна політика” та “мандат фінансової стабільності – мікропідхід – банківський нагляд, фінансово-банківське регулювання” забезпечувала відносно успішне розмежування відповідальності і транспарентності в розрізі структурно відокремлених завдань. У країнах із низькими та середніми доходами таке відокремлення зазвичай не здавалося настільки жорстким, як у розвинутих країнах з огляду на вагомішу роль валютних курсів у забезпеченні фінансово-банківської стабільності та роль економічних нормативів у процесі згладжування тиску ліквідності на валютний ринок в умовах, коли потоки капіталу посилювали суперечність між валютно-курсними цілями та цілями щодо рівнів процентних ставок і грошової маси.

Однак у рамках розвитку макрофінансової парадигми та з огляду на формування нового академічного консенсусу про необхідність монетарної реакції на бум ринку активів згадана чітка схема руйнується, оскільки завдання з підтримання цінової та фінансової стабільності перестають бути структурно відокремленими, а тому постає питання про те, як розширення мандата формуватиме профіль відповідальності центробанку. Політика цінової стабільності, навіть попри неконвенціональні заходи, будеться на специфікованому режимі, тоді як політика фінансової стабільності не має ні визнаної операціоналізаційної та політично юстиціабельної цілі, ні специфікованого режиму і, найголовніше, теоретично може досягатися з використанням значно ширшого набору інструментів, активація яких може поставити під сумнів ефективність досягнення інших макроекономічних цілей. Суміщення в рамках розширеного мандата цілей, досягнення яких спирається на режими політики з різними ступенями специфікації, одразу означає зниження транспарентності центробанку. Крім того, що це погано само собою, допускає втрату імунітету від політичного втручання в його діяльність в обхід суспільно визнаного припису про дотримання незалежності.

Брак специфікованого режиму політики фінансової стабільності в рамках макрофінансового підходу відкриває шлях до уможливлення перетворення “фінансового домінування”

на вочевидь погоджений тип відносин центробанку та фінансового сектору, який більше відповідає перерозподільчій активності, властивій фіскальній політиці. Це досить швидко стало зрозуміло з досвіду реалізації програм кількісного пом'якшення, більшість яких була спрямована на відновлення вартості активів. Останнє має прямий перерозподільчий характер, а тому сприяє загостренню проблеми нерівності у розподілі добробуту (не просто доходів) [14; 15; 27], внаслідок чого постає питання про те, чи сумісна незалежність центробанку, котрий за визначенням покликаний втілювати Парето-нейтральну політику цінової стабільності, із перерозподілом добробуту, на що суспільство не давало мандат. Це може загрожувати незалежності монетарних органів унаслідок генерування ризику перегляду інституціонального каркасу центробанку в напрямі зниження рівня автономії та підвищення рівня політичного контролю. Причому не так із міркувань, пов'язаних із монетарними стимулами та інфляційними цілями, як з метою усунення перерозподільчих наслідків політики, призначення якої, вочевидь, зовсім інше – пристосування до нових умов функціонування трансмісійного механізму. Інституціоналізація завдання із забезпечення фінансової стабільності може перетворитись на: привід для перетворення грошової пропозиції в страховий пул ризикових операцій (моральний ризик *ex ante*); непрямий спосіб впливу на діловий цикл, завдяки чому мандат на певне завдання може підмінитись іншим; передумову для того, щоб слідом за розширенням кола завдань та інструментів настало розширення зони політичного тиску тощо.

З цього випливає, що політико-інституціональний спосіб, у який відбуватиметься формалізація розширення мандата, матиме значення для того, щоб завдання з фінансової стабільності не перетворилося в привід для політичного тиску та маніпуляцій активістського чи перерозподільчого характеру. Найбільші труднощі якраз і полягають у тому, що спосіб реалізації мандата щодо фінансової стабільності не піддається специфікації *ex ante* (очікувань). Тим більше, що фінансова стабільність може передбачати монетарні акції, макрофінансове регулювання, традиційне мікропруденційне регулювання та нагляд, або їхні комбінації. Тобто чим більшою мірою формальний мандат спирати-

меться на певне наближення до специфікації способів його імплементації із прописуванням інституціонального розмежування зон відповідальності за цінову та фінансову стабільність, тим вірогіднішим буде дотримання звичних принципів незалежності центрального банку. Іншим моментом може бути поєднання розширення мандата з набуттям формального статусу оприлюднених стратегій прогнозованої цінової та фінансової стабільності. Це дасть змогу вирішити проблему браку сумісності законодавчого дискурсу і технічного апарату режиму фінансової стабільності за одночасної легітимізації відповідних стратегій. У свою чергу, реалізація фактично дуального мандата (цінової та фінансової стабільності) та синтетичного завдання з підтримання макрофінансової стабільності потребує посилення роботи в напрямі формування нового алгоритму взаємодії специфікованого режиму цінової стабільності і неспецифікованого – фінансової.

Незалежно від того, в який спосіб відбуватиметься трансформація мандата центробанку, модернізація його макрофінансової моделі потребуватиме шільнішої інтеграції політики цінової стабільності з політикою щодо ринку активів. Паралельно це зобов'язує до розширення зусиль щодо транспарентності. Не виключено ще й дворівневого тлумачення стабільності цін: у традиційному вузькому та у ширшому значенні (включаючи ціни активів), що дасть змогу калібрувати операційні монетарні цілі та їхню презентацію в рамках політики транспарентності в розрізі одразу обох контекстів. А фінансова стабільність – на основі гнучкого визначення сукупності опосередкованих елементів її ідентифікації та способів підтримання, навіть якщо її кінцева ціль наразі не зводиться до прийнятної остаточної форми. Це важливо для того, щоб “фінансове домінування” не переросло в механізм прихованого і демократично неконтрольованого способу перерозподілу добробуту шляхом підтримання цін на окремих сегментах фінансового ринку. Природним наслідком цього буде ускладнення системи транспарентності центробанку, однак це є неминучим результатом ускладнення самих макрофінансових зв'язків. Тим паче, що цінова стабільність в окремо взятій країні також дедалі більше стає заручницею структурної взаємопов'язаності між фінансо-

вими умовами та кон'юктурою на глобальних сировинних ринках. З другого боку, навряд чи слід відкидати поєднання єдиного мандата цінової стабільності (у її широкому розумінні, так як це описано вище) з правом на застосування інструментів макрофінансового регулювання задля досягнення цілей у сфері фінансової стабільності (якщо повноваження щодо останнього не делегуються відокремленій інституції). У такому випадку збереження принципу незалежності центробанку буде більш гарантованим.

НЕКОНВЕНЦІОНАЛЬНА ПОЛІТИКА, БОРГОВА ЕКСПАНСІЯ, РИЗИКИ ВТРАТИ НЕЗАЛЕЖНОСТІ І НЕВИРАЗНІ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ КОМПРОМІСИ ЩОДО ДОЗОВАНОЇ ЗГОДИ НА ФІСКАЛЬНЕ ДОМІНУВАННЯ

П одолання наслідків глобальної фінансової кризи та наступні неконвенціональні кроки у монетарній сфері засвідчили, що поєднання змін у величині та структурі балансів центробанків із модальністю “політики щодо кривої дохідності” стає дедалі важче відрізнити від появи нових форм фіскального домінування. З одного боку, падіння процентних ставок майже до нуля загрожуює пасткою ліквідності, що разом із переобтяженням боргами приватного сектору унеможливує ефективне функціонування традиційних каналів монетарної трансмісії. Реанімація сукупного попиту стає особливо складним завданням в умовах посилення дефляційних очікувань на тлі підвищення строкових спредів унаслідок невизначеності. В таких умовах “політика щодо кривої дохідності” може вважатися виправданою, оскільки спрямовуватиметься на відновлення інвестиційної активності. З другого боку, різке зростання державного боргу та стиснення фіскального простору породжує серйозну макроекономічну проблему, коли економіка продовжує залежати від фіскальних стимулів, а на ринках залишається невпевненість у суверенній платоспроможності. Посилення активності центробанку на ринку суверенних боргових інструментів за таких обставин може свідчити про те, що “політика щодо кривої дохідності” перетворюється на спосіб послабити тягар державного боргу та підвищити ліквідність його інструментів.

З політекономічної точки зору таку картину можна пояснити раціональним прийняттям фіскального домінування задля уникнення посилення політичного тиску, наслідком якого може бути формування коаліцій, що просуватимуть ідею зміни складових незалежності центробанку, які можуть похитнути останню як таку. Чим більшою мірою пастка державного боргу посилюватиметься, тим більшою мірою формуватимуться стимули для неформальної взаємодії між урядом і центробанком: перший проводить активістську політику і не тисне на центробанк щодо монетарних стимулів, тоді як другий реалізує акцентовану політику щодо ліквідності і довгострокових процентних ставок, націлену на пом'якшення тягаря державного боргу.

Однак постає питання: якщо формального статусу центробанку вже недостатньо для уникнення фіскального домінування, то що може стати реальним порогом, за яким центробанк (чи навіть суспільство загалом) формуватиме політичний запит на відновлення його фактичної незалежності? Це вкрай актуальне питання, якщо взяти до уваги, що дефляційні очікування невизначено довго маскуватимуть інфляційні наслідки політики щодо пом'якшення тягаря державного боргу. Перетворення суверенного боргу на джерело фінансової нестабільності ще більше ускладнює проблему. Щільна кореляція між суверенними та банківськими спредами лише активізує питання про те, який канал експансії ліквідності буде оптимальнішим безвідносно до того, наскільки центробанк вважає за можливе відхилитися від принципу монетарної автономії в світлі очікуваних макроекономічних ризиків банківської кризи, інспірованої кризою державного боргу.

Можна припустити кілька варіантів.

1. Центробанк діє відповідно до принципів своєї фактичної автономії, а посилення агресивності у сфері його політики ліквідності зумовлюється ризиком дефляції внаслідок банківсько-суверенної кризи, що суперечить засадам цінової стабільності. Як такий поріг згоди на фіскальне домінування не проявляється; він інтерналізуватиметься в рамках боротьби з дефляційними очікуваннями. Однак у випадку відсутності останніх лінія розмежування між фіскальним та фінансовим домінуванням ставатиме хиткою. Рі-

вень інфляції може стати порогом прийняття фіскального домінування, але тільки у тому разі, коли з самого початку принцип незалежності центробанку не підпадає під тиск.

2. Центробанк зазнає явного і прихованого політичного тиску, внаслідок чого пропозиція ліквідності є вимушеним кроком, тобто фактичний рівень незалежності знижується. Це означає, що навряд чи матиме місце якийсь поріг згоди на фіскальне домінування. Тільки посилення ризику прискорення темпів інфляції може формувати інтенції до відновлення монетарної автономії, але вже на рівні суспільства (чи академічної спільноти). Ризиком цього варіанта буде боргова пастка, коли для зниження боргового тягаря потрібна вже не "політика щодо кривої дохідності", а інфлювання державного боргу.

3. Центробанк приймає фіскальне домінування в обмін на план бюджетних та структурних реформ, які з ним погоджуються, і які є опосередкованою гарантією того, що політика підтримки ліквідності не перетвориться на політику монетизації державного боргу. Зміни в політиці Європейського центрального банку (ЄЦБ) щодо підтримання ліквідності боргових інструментів окремих країн (уперше застосовані щодо Іспанії) можуть бути кваліфіковані як імпліцитний консенсус щодо такої форми взаємодії між урядом та центробанком. У випадку ЄЦБ зміни в політиці спеціально обґрунтовувалися необхідністю відновлення дії трансмісійного механізму, паралізованого браком ліквідності й стрибком спредів на боргових ринках (про те, як транспарентність і довіра в даному випадку справили позитивний вплив на ситуацію і не призвели до радикальних змін в інтерпретації економічними агентами статусу ЄЦБ, див. [18]). Можна погодитись, що за такого варіанта не ставитиметься питання про поріг згоди на фіскальне домінування, оскільки центробанк сам активно братиме участь у визначенні параметрів останнього. Однак найпроблемнішим місцем цього варіанта є те, що він потребує високої політичної толерантності до незалежності центробанку априорі, внаслідок чого останній включається в процес розв'язання кризової дилеми як активний учасник, а не агент, чий принципал змінює умови ex post (постфактум). Наведений приклад ЄЦБ підтверджує, що інституціональна толерантність

щодо його автономії стала умовою для реалізації гнучкішої політики у сфері пропозиції ліквідності.

4. Центробанк, спираючись на високий рівень власної незалежності, відмовляється від згоди на фіскальне домінування, внаслідок чого погіршення макрофінансової ситуації та загроза суверенної кризи підвищує ризик генерування політичного тиску в напрямі зміни його формального статусу.

Незважаючи на те, що глибина кризи та масштаби подальшого акумулювання боргу не виключають відмінностей у рівнях незалежності монетарних органів ex ante та ex post (прогнозованих і фактичних), перехідний період є не менш важливим з міркувань вірогідного ступеня відхилень кінцевого статусу від початкового. Залучення в процеси, асоційовані з проявами фіскального домінування, так само, як і неконвенціональні заходи в цілому, можуть бути як ефективними, так і ні. В обох випадках це може стати відправною точкою для обґрунтування поляричних варіантів рішень щодо монетарної автономії залежно від того, який саме ризик (інфляції чи боргового "нависання", фінансової нестабільності та дефляції) буде більшою мірою вмонтований у процес вияву суспільних преференцій (див. таблицю 2). Як видно з таблиці 2, варіант суспільного вибору може бути досить випадковим. Із цих міркувань важливим є не лише початкове сприйняття інституту незалежності центробанку, а також репрезентація довгострокових ризиків, асоційованих зі змінами цього інституту.

Як свідчать наведені у таблиці 2 логічні міркування, найбільшою проблемою є те, що саме відносний успіх неконвенціональної політики може вкорінити соціальну практику монетарних дій усупереч принципу незалежності центробанку. Небезпека цього криється в кількох моментах. По-перше, у випадку, коли передумовою кризи була надмірна експансія кредиту, подальші темпи зростання не можуть бути високими внаслідок поступовості процесу делевереджингу. Показник ВВП-розриву буде неадекватним критерієм аргументації більш акомодативної політики. А прагнення відновити докризові темпи зростання можуть бути політично привабливими, але необачними з макроекономічних міркувань. По-друге, чим більше цен-

Таблиця 2. Варіанти суспільного вибору щодо статусу центробанку залежно від початкового толерування його незалежності та ступеня успішності

		Початкові суспільні преференції безвідносно до формального рівня незалежності	
		Низькі (суспільству важко ідентифікувати свої вигоди від незалежності центробанку, особливо у владку, коли переваги її обмеження перетворюються на об'єкт поліпшувальної спекуляції)	Високі (суспільство сприймає монетарну автономію як важливу складову інституціональної ефективності макроекономічної політики і не виключає можливості обстоювати це, а не просто дотримуватись)
Ефективність неконвенціональної монетарної політики	Низька	Статус центробанку можна змінити, оскільки результат політики виявився гіршим, ніж очікувався суспільством	Необхідно повернутися до фактичного статусу
	Висока	Статус можна змінити, оскільки фактичні дії виправдали себе, на відміну від статусу	Може виникнути необхідність в обговоренні варіанта зміни статусу

тробанк пом'якшує тягар процентних виплат через вплив на величину строкових спредів, тим більше процес делеверджингу заміщується акумулюванням нових боргів. Фіскальна експансія уможлиблює короткострокові стимули сукупного попиту, але дедалі більше потрапляє під обмеження, пов'язані із суверенною платоспроможністю, зміщення яких ставатиме неможливим без спотворень у монетарних процесах. По-третє, активна політика зниження строкових спредів хоч і поліпшує можливості для підвищення дюрації боргових зобов'язань, але водночас розширює строковий горизонт, впровадження якого буде необхідною монетарна підтримка зниження тягара процентних виплат. По-четверте, подальше відкладання фіскальної консолідації тільки погіршує дилему центробанку у царині "боргового навісання". Це загрожує виникненням ситуації, коли постане вибір між алокаційною ефективністю ринків капіталу (фіансова репресія), інфлюванням боргу шляхом створення несподіваної інфляції чи іншими заходами прямого впливу на величину боргових зобов'язань [27].

Звідси комбінація "фіскальна консолідація + темпорально обмежена політика стримування строко-

вих спредів" може стати кращою альтернативою, ніж "фіскальний активізм та радикальна монетарна автономія зараз + монетизація боргу та фіансова репресія потім". Утім, найбільшою проблемою є не монетарна складова цих комбіанцій у сукупності з тим, як це релевантно статусу центробанку. Проблемою є готовність впроваджувати структурні реформи так, щоб програми економії спиралися на довгострокове зниження видатків та оптимізацію податкового тягара, спільно зорієнтовані на стимулювання сукупної пропозиції. Це свідчить про більш складний суспільний вибір, у якому незалежність центробанку може відігравати роль опосередкованого стимулу. Різниця між США, Великобританією та Європейським Союзом — Європейським валютним союзом (ЄС — ЄВС) якраз засвідчує, наскільки відмінності в позиціонуванні статусу центробанку є вагомим детермінантом модальності фіскальної політики та примусу до реформ. Вища незалежність ЄЦБ кореспондує з більш жорстким середовищем фіскальної політики в країнах зони євро, завдяки чому вибір на користь фіскальної консолідації та реформ створює кращі передумови для уповільнення зростання державного

боргу в ЄВС порівняно зі США та Великобританією, при тому, що агресивніше порівняно із зоною євро грошово накачування британської економіки не має однозначного виграшу в категоріях відновлення ВВП, але має явний програш у категоріях рівня інфляції.

Відмінності у показниках посткризової економічної динаміки та інфляції й швидкості нагромадження боргу на прикладі ФРС та ЄЦБ (див. таблицю 3) вказують на звичний формат порівняння відносної ефективності більш активістського і більш консервативного центробанку. Саме формат протиставлення різних за своїм економічним змістом результатів формує передумови для політичних спекуляцій та академічних дискусій з приводу того, що краще (тим паче, що відмінності в структурній негнучкості ринків праці, режимах валютного курсу, ступінь однорідності щодо реальної конвергенції та системи соціального захисту виносяться за дужки). Втім, таке протиставлення може виконувати і позитивну роль, особливо на тлі розширеної порівняльної картини. Воно створює механізм стримування від поспішних політико-інституціональних рішень, завдяки чому незалежність центробанків та мандат цінової стабільності хоч і потрапляють у "сіру зону" невизначеності щодо релевантності фактичних неконвенціональних дій формальному статусу проте дають змогу розраховувати на збереження статус-кво, в рамках якого поєднання мандата цінової стабільності з більш складним макроруденційним операційним механізмом дасть можливість не втратити переваги, здобуті в результаті реформ 1980—1990-х років, та адаптуватися до нових макрофінансових реалій.

ВИСНОВКИ

Неконвенціональна монетарна політика після глобальної фінансової кризи відображає фактичне відхилення практичної діяльності центробанків від принципів, зумовлених їхньою незалежністю в сукупності зі специфікованим режимом цінової стабільності. Програми кількісного пом'якшення структурно важко відділити від актуалізації фіскального та фінансового домінування. Цінова стабільність та фінансова стабільність ускладнюють

Таблиця 3. Монетарні індикатори неконвенціональної монетарної політики, інфляція, ВВП та державний борг у США, Великобританії та зоні євро

Показники	Зона євро	США	Відсотки	
			США	Великобританія
Зростання балансу центробанку, 2007–2013 рр.	73	273	295	
Зростання грошової бази, 2007–2013 рр.	63	261	367	
Зростання агрегату M2, 2007–2013 рр.	24	41	34	
Інфляція, середня, 2008–2013 рр.	1.28	1.65	3.17	
Зростання ВВП, середнє, 2008–2013 рр.	-0.25	0.83	-0.23	
Зростання державного боргу до ВВП, у % від ВВП	24.9	31.3	48.7	
Прогнозне значення державного боргу до ВВП на 2017 рік	89.5	114.0	93.7	

Джерело: [28, с. 46; 29; 30].

формування мандата центробанку не так тому, що можуть становити альтернативу (це однозначно не підтримується на академічному рівні), як тому, що реалізація політики фінансової стабільності не може спиратися на специфікований режим та юстиціабельні цілі. Майбутній профіль незалежності центробанків опиниться на перетині фактичних змін у реалізації монетарної політики впродовж посткризового періоду, поточного формального статусу і трансформації уявлень про базову макрофінансову модель на перспективу. Суспільна преференція щодо незалежності центробанку як стартова позиція до кризи та під час неї має принципове значення для “анатомії монетарної автономії” майбутнього. На сьогодні можна констатувати формування “сірої зони статус-кво”, коли не відбувається змін у формальному статусі центробанків, але фактичне відхилення від принципу незалежності в рамках реалізації неконвенціональної монетарної політики вказує на те, що зміни відбулися на практичному рівні. Це можна пояснити неформальним консенсусом з приводу “обміну” зниження незалежності для стабілізаційної підтримки посткризової економіки на збереження докризового статусу як гарантії пізнішого повернення до вихідних принципів монетарного менеджменту. В рамках такого “обміну” згода на певну форму фіскального домінування не призведе до суттєвих негативних наслідків (за умови, що інфляція залишається в межах цільових значень), якщо активна позиція центробанку щодо “політики кривої дохідності” розглядатиметься як доповнення фіскальної консолідації і релевантних структурних реформ. Рівень фактичної монетарної автономії має прямий вплив на ступінь обмеження боргового “нависання”. Однак постановка питання про легітимізацію змін статусу монетарних органів у нинішній “сірій зоні” не виключається, оскільки не існує консенсусу з приводу переваги консервативної монетарної реакції на кризу перед необмеженим макроекономічним активізмом у категоріях відновлення ВВП, приборкання інфляції чи траєкторії зростання державного боргу.

Список використаних джерел

1. Козюк В. В. Незалежність цен-

тральних банків. – Тернопіль: Карп-блани, 2004. – 248 с. – (Ukrainian source).

2. Jacome L. *Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s* // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/212. – P. 1–40.

3. Jacome L., Vazquez F. *Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean* // IMF Working Paper. – 2005. – WP/05/75. – P. 1–41.

4. Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. *Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends* // IMF Working Paper. – 2007. – WP/07/88. – P. 1–53.

5. Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. *The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence* // IMF Working Paper. – 2006. – WP/06/227. – P. 1–56.

6. De Lima P., de Serres A., Kennedy M. *Macroeconomic Policy and Economic Performance* // OECD Economics Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65.

7. Wagner H. *Implications of Globalization for Monetary Policy* // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/184. – P. 1–62.

8. Jacome L., Mancini-Griffoli T. *A Broader Mandate* // IMF Finance and Development. – 2014. – June. – P. 47–50.

9. Lybek T. *Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability*. – IMF Occasional Paper. – 1998. – OP/98/1.

10. Bayoumi T., Dell’Ariccia G., Habermeier K., Mancini-Griffoli T., Valencia F. *Monetary Policy in the New Normal* // IMF Staff Discussion Note. – 2014. – SDN/14/3. – P. 1–48.

11. James H. *Central Banks: Between Internationalization and Domestic Political Control* // BIS Working Papers. – 2010. – № 327. – P. 1–30.

12. Cukierman A. *Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future* // European Journal of Political Economy. – 2008. – Vol. 24. – № 4. – P. 722–736.

13. *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis* / Ed. by L. Reichlin and R. Baldwin. – London: CEPR, 2013. – 140 p.

14. Cecchetti S. *Central Bank Independence – A Path Less Clear* // Remarks at International Conference Held to Commemorate the 20th Anniversary of the Autonomy of the Bank of Mexico, Mexico City, 14 October 2013. – P. 1–6.

15. Caruana J. *The Changing Nature*

of Central Bank Independence // Panel remarks at Bank of Mexico International Conference on “Central Bank Independence – Progress and Challenges”, Mexico City, 14–15 October 2013. – P. 1–4.

16. Carre E., Pourroy M., Couppey-Soubeyran J., Plihon D. *Central Banking After the Crisis: Brave New World or Back to the Future?* // University of Paris Centre d’Economie de Paris Nord Papers. – 2012. – P. 1–22.

17. Blinder A. *Central Bank Independence and Credibility During and After a Crisis* // Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper. – 2012. – № 229. – P. 1–10.

18. Rossi S. *Post-Crisis Challenges to Central Bank Independence* // The LBMA/LPPM Precious Metals Conference. – Roma, 30 September 2013. – P. 1–9.

19. Orphanides A. *Is Monetary Policy Overburdened?* // BIS Working Paper. – 2013. – № 435. – P. 1–39.

20. *The Interaction of Monetary and Macropudential Policies* // IMF Policy Paper. – 2013. – Jan. 29. – P. 1–35.

21. *Key Aspects of Macropudential Policy* // IMF Policy Paper. – 2013. – June 10. – P. 1–61.

22. Issing O. *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?* // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/97. – P. 1–18.

23. Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. *Rethinking Macroeconomic Policy* // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/03. – P. 1–19.

24. Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. *Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular* // IMF Staff Discussion Note. – 2013. – SDN/13/03. – P. 1–26.

25. Borio C. *The International Monetary and Financial System: Its Achilles Heel and What to Do About It* // BIS Working Papers. – 2014. – № 456. – P. 1–27.

26. Borio C. *Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery* // BIS Working Papers. – 2014. – № 440. – P. 1–23.

27. Hannoun H. *Central Banks and the Global Debt Overhang* // BIS Speeches. – 2014. – sp141120. – P. 1–19.

28. Mohan R. *Global Spillovers and Domestic Monetary Policy: An Emerging Market Perspective* // BIS Working Papers. – 2013. – № 436. – P. 45–54.

29. *IMF World Economic Outlook*. – IMF: Wash. (D.C.), 2014. – Oct. – P. 1–222.

30. *IMF Fiscal Monitor*. – IMF: Wash. (D.C.), 2014. – Oct. – P. 1–99.