



Экономическая теория

Виктор КОЗЮК,  
Ирина ЧИРАК

**ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ ВЗАИМОСВЯЗИ  
МЕЖДУ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКОЙ  
И ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТЬЮ**

**Резюме**

Проведено исследование теоретических проблем взаимосвязи между монетарной политикой и финансовой нестабильностью в разрезе основных направлений макроэкономической теории. Выяснено, что монетарная политика не всегда может предвиденно влиять на состояние реального и финансового секторов из-за наличия сложных и нелинейных связей между ними.

**Ключевые слова**

Монетарная политика, финансовая нестабильность, стабильность цен, процентные ставки, денежное предложение, таргетирование инфляции, деловой цикл, спекуляции.

---

© Виктор Козюк, Ирина Чирак, 2013.

Козюк Виктор, докт. экон. наук, профессор, Тернопольский национальный экономический университет, Украина.

Чирак Ирина, Тернопольский национальный экономический университет, Украина.

**Классификация по JEL:** A10, E50.

**Постановка проблемы.** В течение продолжительного периода в развитии монетарной теории проблема взаимосвязи между монетарной политикой и финансовой стабильностью является объектом тщательного научного анализа. Дискуссии о взаимосвязи между финансовой стабильностью и монетарной политикой начались в 1930-х годах представителями кейнсианской и австрийской школ. Австрийская школа связывает финансовую нестабильность с неэффективной монетарной политикой вследствие неконтролируемого предложения денег, что приводит к снижению процентных ставок в отдельные периоды и к циклическим колебаниям. По убеждению кейнсианцев, финансовая нестабильность является закономерным результатом приспособления стоимости финансового богатства к ожидаемым объемам реального выпуска.

Критические замечания М. Фридмена в отношении неучета финансового сектора и проблем финансовой нестабильности в аналитических моделях кейнсианцев повлияли на изменение представлений посткейнсианцев о структуре монетарных процессов, признание ими финансового сектора самостоятельным элементом в системе денежной мультипликации от уровня деловой активности, а кредитной экспансии – от спроса экономических агентов. Отмечено, что любой финансовый стресс ведет к уменьшению деловой активности, а функции денежной массы могут вызывать финансовые шоки, особо опасные при наличии долговых спекуляций.

Недостаточно внимания проблемам достижения финансовой стабильности уделялось в 1990-х годах. Монетарная теория сосредоточила свое внимание на таргетировании инфляции, при котором основной задачей центрального банка является обеспечение ценовой стабильности, что считалось наилучшим способом достижения финансовой стабильности. И лишь новая институциональная теория финансов сосредоточила свое внимание на специфике функционирования финансового сектора, считая, что он может вызывать циклические колебания в экономике, в том числе и за счет асимметрии информации. С наступлением глобального финансового кризиса ряд ученых высказывали мнения, что система таргетирования инфляции, будучи направленной на создание среды низкой и стабильной инфляции, создает атмосферу безопасности и стабильности и подталкивает к финансовой нестабильности. С учетом этого, возникает необходимость в обобщении теоретических подходов к связи между монетарной политикой и финансовой нестабильностью.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Тема статьи касается проблемы, которая в экономических исследованиях освещена недостаточно. Основное внимание изучению взаимосвязи между монетарной политикой и финансовой нестабильностью уделено в научных трудах зарубежных ученых, которые представляют определенные направления макроэкономической теории.

**Цель и задачи исследования.** Целью данного исследования является изучение эволюции взглядов представителей основных направлений макроэкономической теории по взаимосвязи монетарной политики и финансовой нестабильности с тем, чтобы посодействовать выработке действенных мер для преодоления негативных последствий финансовых кризисов.

**Изложение основного материала.** Проблема взаимосвязи между монетарной политикой и финансовой стабильностью уже продолжительное время остается объектом тщательного научного анализа. Условно ее можно разделить на несколько составляющих: как монетарная политика влияет на общую тенденцию к поддержанию финансовой стабильности; каким образом центральный банк должен обеспечивать финансовую стабильность и должен ли вообще нести за нее ответственность; какой должна быть линия поведения центрального банка в случае, когда финансовая стабильность пошатнулась.

В течение продолжительного периода развития монетарной теории ответы на эти вопросы были достаточно разными, что следует связывать с различиями в теоретических позициях, гносеологических принципах анализа, а также историческом опыте, который выступал картиной для эмпирического обеспечения тех или иных макротеоретических аргументов. Так, В. Смит приводит дискуссию между представителями банковской школы и количественной теории по этимологии связи между моделью денежной эмиссии и финансовой стабильностью. Представителями банковской школы делается вывод о том, что система частно-банковской эмиссии не может приводить к существенным дестабилизациям в сфере кредита и товарных цен. Представители же количественной теории отрицают это, констатируя, что именно на коллективном уровне не существует системы контроля за поведением банка-экспансиониста. Через систему конкуренции между банковскими институтами чрезмерная эмиссия платежных средств одним банком ведет к сверхэмиссии целой системы. Следовательно, централизация эмиссионной деятельности в виде имплементации принципов функционирования центрального банка и золотого стандарта будет гарантировать от негативных последствий финансовых кризисов [1].

Кризис 1888 г. в Англии наглядно продемонстрировал уникальную способность центральных банков выполнять роль кредитора последней инстанции. Поскольку платежная сила их банкнот наделялась императивным статусом, а ограничения золотого стандарта на бумажную эмиссию могли

временно отменяться, это превращало центробанк в институт с абсолютной ликвидностью.

Использование принципа абсолютной ликвидности для урегулирования финансовой паники и возобновления доверия к финансовым учреждениям связано с именем У. Бейджхота. Он предложил и теоретически описал, как использование неограниченного доступа к кредиту центрального банка может компенсировать отсутствие ликвидности на финансовом рынке, наделить финансовые институты платежеспособностью и таким образом преодолеть финансовый коллапс. Поскольку центральный банк создает официальную ликвидность и его платежные знаки имеют законный статус, то его способность увеличить денежное предложение в любой момент времени ничем не ограничена, кроме запаса монетарного золота, спрос на который можно ограничить через временные ограничения разменных банкнот. Возобновление доверия на финансовых рынках позволит центробанку возвратиться к предыдущему режиму работы путем уменьшения своего баланса и снижения давления на золотые резервы.

Банковский кризис 1907 г. в США также продемонстрировал необходимость реформ, которые обеспечили бы стабильность цен, эластичность предложения наличных денег и доверие к финансовой системе. Централизация эмиссионной деятельности в свете потребностей в реформах денежного обращения и европейского опыта выглядела как достаточный аргумент в пользу того, чтобы в 1913 г. была создана ФРС. Специфика ее организационной структуры и формальная модель собственности демонстрируют, что финансовые задачи ФРС, согласно замыслу ее основателей, были не менее приоритетными, чем макроэкономические. Это значит, что под целевой установкой на обеспечение эластичного функционирования наличного оборота подразумевалось обеспечение финансовой стабильности банковской системы с либеральной схемой регулирования [2].

В межвоенный период дискуссии о взаимосвязи между финансовой стабильностью и монетарной политикой усилились, причиной чего было, во-первых, асимметричное функционирование системы международного золотого стандарта в разрезе разных стран, что привносило искажение в потоки капиталов и процентные ставки, а, во-вторых, базовое видение роли монетарной политики в макроэкономических процессах начало распадаться на кейнсианский и австрийский лагеря в 1930-х гг. под влиянием дискуссий между Дж. М. Кейнсом и Ф. Хаеком по поводу Великой Депрессии. Так, согласно Дж. Кейнсу, монетарная политика сама по себе не генерирует финансовую нестабильность. Он считает, что обвал финансовой системы 1929–1933 гг. напрямую не связывается с монетарными причинами, а рассматривается как закономерное явление приспособления стоимости финансового богатства к ожидаемым объемам реального выпуска. Говоря об основных источниках именно финансовой нестабильности, Дж. Кейнс обратил внимание на проблему поведения экономических агентов, отмечая на-

личие животного духа (animal spirit), который не только является проявлением конкуренции, но и отображает более агрессивное стремление богатства, имеющее иррациональные корни [3]. Согласно же Ф. Хаеку, проблема финансовой нестабильности находится в плоскости неэффективной монетарной политики и самой рыночной экономики, в которой разные отрасли имеют различную по продолжительности структуру капитала. Наибольшей проблемой в этой схеме, согласно австрийской школе, является неконтролируемая система денежного предложения, которое приводит к занижению процентных ставок в отдельные периоды, тем самым поощряя циклические колебания.

Еще до выхода «Общей теории...» в 1936 г. монетарные аспекты финансовой нестабильности были продемонстрированы И. Фишером в так называемой теории дефляции долгов. Ее содержание сводится к тому, что снижающие изменения уровня цен ведут к резкому повышению долговых обязательств, вследствие чего в экономике резко падает вначале ликвидность, а со временем и платежеспособность. Это означает, что в экономике с развитым финансовым сектором изменения в монетарной политике ведут к изменению в благосостоянии экономических агентов, которое передается всей экономике. С колебаниями уровня инфляции/дефляции также следует связывать деловые циклы, происхождение которых обеспечивается финансовым сектором [4].

Более радикальный взгляд Дж. Кейнса на совокупный спрос и способность централизованного влияния на его уровень с целью стабилизации экономики вместе с более эффективной формализацией его подхода Дж. Хиксом в рамках модели IS-LM заложили базовую структуру макроэкономической теории, в которой финансовый сектор и проблема финансовой нестабильности выпала за пределы аналитических моделей [5]. Сама логика модели IS-LM указывает на то, что в экономике существуют только реальные и денежные шоки, к которым экономика приспосабливается через процентные ставки и объемы выпуска. Эта модель допускает наличие ловушки ликвидности и то, что инвестиции и сбережения уравниваются процентными ставками, а переменные – реальные, а не номинальные.

Однако, в свете глобального финансового кризиса, актуальным является, по мнению В. Вайта, возвращение к дискуссии между Дж. Кейнсом и Ф. Хаеком. В. Вайт считает целесообразным сделать несколько выводов по поводу данной дискуссии. Во-первых, макроэкономика должна учитывать сложные и нелинейные связи между реальным и финансовым сектором и то, что монетарная политика далеко не всегда предсказуемо влияет на них. Во-вторых, кейнсианский горизонт анализа является краткосрочным. Сосредоточенность на стабилизации номинального ВВП и занятости не исключает привнесения в экономику дополнительных искажений в виде долговых кризисов. Австрийский же тип анализа является долгосрочным и предусматривает учет динамического обновления экономики, в структу-

ре которой финансовый сектор играет важную роль, даже если он и привносит в экономику эндогенную нестабильность. В-третьих, циклические колебания вызываются не только отклонениями совокупного спроса от равновесной траектории выпуска, но также и финансовым сектором. Колебание стоимости активов, кредитный цикл, цикл образования задолженности в частном секторе являются даже более важными, чем макроэкономическая политика, ограниченная рамочными условиями выбора между альтернативами безработицы и инфляции. В-четвертых, экономике свойствен определенный уровень нестабильности, а поэтому приспособление к шоку является болезненной, но необходимой процедурой, которая предусматривает возобновление более эффективной аллокации ресурсов, по сравнению с той, которая сформировалась накануне кризиса и была искажена под действием низких процентных ставок, экспансии кредита и ливереджа [6; 7].

Следует признать, что кейнсианская традиция пренебрежения финансовым сектором была подвержена критике еще М. Фридменом. Именно с развитием финансового сектора кейнсианский подход не может быть принят как надежный путеводитель для практической макроэкономической политики, поскольку возрастающее значение финансового посредничества существенно усложняет модель экономики и, что самое главное, делает ее более неопределенной для разработчиков экономической политики. Альтернатива в виде «денежного правила» должна компенсировать чрезмерную активность в реализации макрополитики и, что самое главное, допустить колебание процентных ставок [8; 9].

Отступление от ортодоксальной кейнсианской макромоделю также было реализовано в работах отдельных посткейнсианцев. Постановка вопроса об эндогенных и экзогенных деньгах была призвана четко продемонстрировать, что кредитная экспансия генерируется не на стороне денежного предложения, а на стороне спроса экономических агентов. Иными словами, не депозиты создают кредиты, как это предусматривает простая модель финансового посредничества, взятая на вооружение монетаристской теорией денежного предложения, а кредиты создают депозиты. Изменение представления о структуре монетарных процессов в посткейнсианской традиции направления связано с тем, что финансовое посредничество превращается в объект анализа. Финансовый сектор является самостоятельным элементом в системе денежного предложения, а процесс денежной мультипликации зависит от того, на какой стадии делового цикла находится экономика. Также модель эндогенных денег продемонстрировала, что денежная масса приспособливается к уровню деловой активности. Именно наличие финансового сектора делает деньги эндогенными, а не экзогенными [10; 11; 12; 13].

В модели эндогенных денег любой финансовый стресс ведет к уменьшению денежной массы и, соответственно, к ограничению деловой активности. Однако экспансия кредита и рост стоимости активов как прояв-

ления чрезмерного денежного предложения не рассматриваются в контексте потенциальных дестабилизирующих последствий для экономики и финансовой системы. Такой вывод можно сделать, исходя из утверждения Н. Калдора о том, что существующая денежная масса в экономике с кредитными деньгами является отображением ровно той суммы номинальных платежных средств, которую хотят иметь экономические агенты в данное время [11]. Подобное утверждение явно идет в разрез с тем, что на изменения в денежном предложении может влиять центральный банк, а флуктуации денежной массы могут вызывать финансовые шоки, как это предусматривает модель Брюннера-Мельтцера.

Данный пробел был заполнен Ч. Киндлбергером и Х. Мински. Спекулятивная составляющая, по мнению Ч. Киндлбергера, является в любом финансовом кризисе, а особенно опасным такие кризисы делает то, что спекуляции осуществляются в долг [14]. Х. Мински выдвинул гипотезу «финансовой хрупкости», отталкиваясь от того, что экономические агенты могут выбирать три варианта финансирования своей бизнес-деятельности: хеджированное, спекулятивное и Понзи-финансирование. Концентрация во времени каждого из видов финансирования будет иметь различные последствия для финансовой стабильности. Финансовым стрессам всегда предшествует повышение доли спекулятивного и Понзи-финансирования в реальном и финансовом секторах [15]. И Киндлбергер, и Мински отмечают, что фактор ликвидности и процентные ставки являются крайне важными факторами разворачивания финансового кризиса. Каждый из них признал, что именно с такими производными деятельности центробанков, как ликвидность и процентные ставки, следует связывать толчки к финансовой нестабильности.

Развитие мейнстрима монетарной теории в 1990-х продемонстрировало ярко выраженное выпадение из исследований проблемы финансовой нестабильности. Неэффективная монетарная политика, которая неспособна обеспечить стабильность цен, и центральный банк, который не пользуется доверием, порождают финансовые дестабилизации через каналы повышения процентных ставок, колебания курса национальной валюты, отток капитала и спекуляции. Такая постановка вопроса опиралась на целый набор эмпирических фактов по гиперинфляционным кризисам в Латинской Америке, реверсам курса доллара вследствие реализации асимметрично жестких политик в США, Европе и Японии в 1985–1987 гг., кризисам европейской валютной системы 1991–1992 гг. Четкая увязка между общей макроэкономической нестабильностью и монетарной политикой, которая реализуется в среде конфликта, стала ведущей методологией исследований в монетарной теории.

Отдельными экономистами, в частности, Б. Бернанке и Ф. Мишкиным, был предложен компромиссный концепт таргетирования инфляции, который интегрировал элементы теории рациональных ожиданий и неокейнсианское

понимание необходимости построения экономической политики на принципах стабилизации отклонения ВВП от потенциального значения [16]. Гибкость, в их понимании, предусматривает допустимость реакции на шоки, которые отклоняют фактический ВВП от потенциального значения. Основные практические принципы таргетирования инфляции сводятся к главной задаче центрального банка – обеспечению ценовой стабильности, под которым подразумеваются колебания индекса потребительских цен в пределах 2–2,5 %; цель деятельности центробанка четко специфицируется в виде объявления той инфляционной величины, поддержание которой он будет считать консистентным с ценовой стабильностью, или достижением установленного таргета; достижение установленной инфляционной цели не предусматривает использования промежуточной цели монетарной политики, поскольку связи между ними могут искажаться, иметь нестабильный характер и, что самое главное, давать статистическую погрешность; вместо промежуточной цели используется внутренний прогноз инфляции центрального банка, который может объявляться, а может не объявляться в зависимости от режима транспарентности; процентные ставки изменяются в зависимости от изменения внутреннего прогноза инфляции в краткосрочном периоде, что позволяет осуществлять монетарную политику с ориентацией на ожидаемую инфляцию, а не на фактическую; инструментальная переменная политики выбирается по принципу транспарентности и плотности связи с прогнозируемыми переменными инфляционных ожиданий, и поскольку этой роли лучше соответствуют процентные ставки, то они автоматически становятся ключевым элементом данного монетарного режима [17; 18].

Последовательная реализация политики таргетирования инфляции предусматривает снижение вариации ВВП и ослабление общей циклической активности экономики [19]. Эмпирические исследования опыта стран перехода на таргетирование инфляции также указывают на то, что рост реакции на вариацию инфляции не влияет существенно на увеличение занятости и реального выпуска. Основная причина – доверие и транспарентность к данному монетарному режиму [20; 21].

Определенной альтернативой вышеуказанного направления выступили так называемые новые институциональные теории финансов, призванные продемонстрировать, как специфика функционирования финансового сектора может определять циклические колебания в экономике. Основной акцент здесь делается на том, что: финансовые рынки порождают ряд имперфекций, которые отличаются от традиционной кейнсианской негибкости цен и зарплат, следовательно, шоки спроса могут так же генерироваться в финансовой системе; финансовые посредники и заемщики не являются однородными, то есть сегментация рынка имеет весомое значение для объяснения агрегированных флуктуаций финансовых показателей, особенно кредита; существует отдельный банковский канал монетарной трансмиссии, который не сводится к каналу процентных ставок; традицион-



ный макроэкономический рынок денег необходимо заменить рынком кредитов.

Одной из первых попыток показать, что процентные ставки далеко не всегда играют ведущую роль в достижении макроэкономического равновесия при посредничестве рынка денег, является модель рационалирования кредита Дж. Стиглица. Она показывает, что банки сталкиваются с проблемой асимметрии информации и пытаются все возможные объемы средств, предназначенные для кредитования, распределить в определенной пропорции между заемщиками с разной степенью платежеспособности и надежности. Процентные ставки по кредитам не всегда способны определить равновесную величину кредита, поскольку, например, повышение ставок поощряет обратный отбор и моральный риск, а снижение – ухудшения качества кредитного портфеля. Поэтому банкам гораздо удобнее изменять пропорции кредитных вложений в разрезе заемщиков с различной структурой рисков, нежели манипулировать процентными ставками. Важный вывод данной модели – банки изменяют структуру рационалирования кредита в соответствии с изменениями собственного финансового состояния, финансового состояния заемщиков, агрегированных тенденций на рынке, которые определяются фазой делового цикла и т. д. В соответствии с изменениями структуры происходит изменение объемов кредита, который предоставляется разным группам заемщиков, что автоматически детерминирует колебания деловой активности. Центральный банк не всегда способен повлиять на снижение колебаний делового цикла, в случае, когда рационалирование кредита является эндогенным процессом [22; 23].

Если модель рационалирования кредита отображает количественные механизмы агрегированных колебаний финансовых параметров, то модель финансового акселератора продолжает традицию ценовых рычагов влияния на поведение экономических агентов в процессе функционирования кредитного рынка. Ее основное содержание сводится к тому, что процентные ставки не являются определяющим фактором достижения равновесия на кредитном рынке, а следовательно, далеко не всегда выступают двигателем совокупного спроса в экономике. Процесс кредитования состоит из дополнительного набора элементов, которые определяют поведение заемщиков и заимодателей, а именно: финансовое состояние банков, финансовое состояние заемщиков, стоимость залога, величина комиссии, стоимость страховки. Иными словами, процесс кредитования предусматривает наличие не только процентных ставок, но и кредитных стандартов – дополнительных требований, которые делают возможным получение кредита при данном уровне процентных ставок. Следовательно, финансовым акселератором является куммулятивная величина дополнительных затрат, связанных с процессом кредитования. Наличие финансового акселератора означает, что способность центрального банка непосредственно влиять на деловой цикл существенно ограничена, если монетарная политика реализуется исключительно через процентные ставки.

Модели рационализации кредита и финансового акселератора существенно изменяют представление о финансовом секторе и его аллокационной эффективности. Проявляя наличие имперфекций в сфере функционирования финансовых посредников, данные модели ограничиваются тем, что рассматривают их как дополнительные источники циклических колебаний, но не как предпосылки финансовой нестабильности. С их помощью можно объяснить резкое посткризисное сжатие кредита. Другой спецификой данных моделей является то, что они разработаны в контексте становления в макроэкономической теории так называемого «консенсуса II», основными теоретическими составляющими которого является утверждение, что: ценовая стабильность определяется неотъемлемым условием общей макроэкономической стабильности и аллокационной эффективности экономики; потери от дезинфляции в традиционном кейнсианстве являются явно завышенными, а монетарная политика способна влиять на уровень инфляции, для чего необходимы соответствующие институциональные решения, которые гарантировали бы независимость центрального банка; экономическая динамика определяется стохастическими шоками производительности, а волны роста связаны с инвестициями в инновации; экономические агенты являются рациональными междучасовыми оптимизаторами и строят свои ожидания в соответствии с ожиданиями будущего; стабилизационная политика будет эффективна только в том случае, если соблюдение ценовой стабильности не будет подвергаться компромиссу; центральный банк, изменяя процентные ставки в соответствии с изменениями инфляционных ожиданий, вытекающих из поведения ВВП-разрыва, способен минимизировать циклические колебания; эффективность монетарной политики опирается на углубленное понимание структуры экономики, вследствие чего решения центральных банков, учитывающие сложный набор экономических переменных, которые сигнализируют об изменениях в будущих тенденциях, лучше, чем реализация политики на основе механического правила [24; 25; 26; 27].

Трансформация финансовой системы, порожденная глобализационными процессами, также повысила интерес к вопросу, какой должна быть монетарная политика в свете того, что центральные банки функционируют в качественно ином финансовом окружении, нежели это было еще в начале 1990-х. Экспансия стоимости активов, проблема контроля за глобальным денежным предложением и сложные формы образования ливереджа глобально значимых институтов поставили проблему финансовой стабильности на порядок выше, нежели до того [28].

Так, Азиатский кризис, кризис LTCM в 1998 г., крах пузыря новой экономики и последующая рецессия актуализировали вопрос о характере связи между монетарной политикой и финансовой стабильностью как с теоретической, так и с институциональной точки зрения. Проблема финансовой стабильности начала рассматриваться с точки зрения того, должны ли быть

включены в функцию реакций колебания стоимости активов. Постановка вопроса таким образом сама по себе продемонстрировала, что, по крайней мере, теоретически возможность влияния существенных изменений стоимости активов на инфляцию и ВВП-разрыв допускалась. Признание того, что финансовые стрессы могут ухудшить результаты реализации монетарной политики, не оставило однозначности по поводу того, будет ли реакция на такие стрессы оптимальной. В данном случае можно выделить три подхода.

Первый, или «гипотеза Шварц». По мнению А. Шварц, достижение ценовой стабильности является наилучшим средством обеспечения финансовой стабильности. Любая информация о состоянии финансовой системы так или иначе включается в прогноз инфляции, следовательно не существует потребности еще как-то дополнительно реагировать на изменение стоимости активов [29]. А. Шварц доказывает, что в течение истории реакции центробанков на инфляцию цен активов были непоследовательными и непредсказуемыми. Это приводило к существенным волнениям в денежном предложении, имевшим дестабилизирующий характер для целой экономики [30]. Второй. Финансовые потрясения и кризисы, а также аллокационные искажения во время экспансии рынков активов составляют фундаментальную угрозу для макроэкономической стабильности. Центральный банк должен реагировать на шоки рынка активов, и такие реакции должны иметь систематический и симметрический характер. Третий. Центральный банк не должен эксплицитно реагировать на колебания стоимости активов, поскольку это приводит к существенным дестабилизациям на финансовом рынке и ухудшает результаты в сфере реального выпуска. Так, В. Бернанке и М. Вудвфورد констатируют, что оптимальная политика не требует эксплицитного реагирования на цены активов [31]. Б. Бернанке и М. Джеттлер утверждают, что включение цен активов в функцию реакций будет отклонять монетарную политику от оптимальной и привносить дополнительные колебания инфляции и ВВП [32].

Несмотря на скептическое отношение к необходимости предусмотрительного реагирования на финансовые шоки в рамках теоретической макроэкономической модели нового кейнсианства, в обществе центробанков сформировался практический ответ на проблему, получивший название «правила Гринспена». Под руководством А. Гринспена ФРС агрессивно снижала процентные ставки в момент кризисов ликвидности и обвала рынка активов, после чего постепенно возобновляла их до предыдущего уровня. Подобная схема прослеживается в реакциях на обвал американского фондового рынка в 1987 г., кризис фонда LTCM в 1998 г., крах рынка новой экономики в 2000 г., события в Нью-Йорке в сентябре 2001 г. Из теоретических соображений «правило Гринспена» означает, что центральный банк не должен реагировать на пузыри в момент времени, пока они раздуваются. Это значит, что, согласно Гринспену, центробанки получают простой и удобный способ реакции на колебания стоимости активов: не вмешиваться до тех пор, пока финансо-

вый стресс не приведет к ухудшению рыночной ликвидности на системном уровне, после чего агрессивное предложение официальной ликвидности в совокупности со снижением ставок возобновляет доверие на рынке и нормализует функционирование сферы финансового посредничества [27; 28].

До начала глобального финансового кризиса в 2007 г. дискуссии по поводу роли монетарной политики в обеспечении финансовой стабильности еще больше поляризовались.

Достаточно радикальную альтернативу установленным взглядам на связь между монетарной политикой и финансовой нестабильностью предложили К. Борио, Э. Филардо, В. Вайт и другие. Основное содержание их позиции можно свести к следующему. Среда низкой и стабильной инфляции не поощряет финансовую стабильность, как это предполагает большинство традиционных макроэкономических подходов, а, наоборот, побуждает к финансовой нестабильности. Низкая инфляция и минимизированные колебания делового цикла создают атмосферу безопасности и стабильности, поощряя снижение процентных ставок. После снижения ставок происходит изменение поведения финансовых посредников, которое заключается в появлении феномена «поиска доходности». В целом это означает, что падение ставок из-за поиска доходности поощряет рискованное поведение, или же побуждает финансовые учреждения конкурировать не с помощью уровня процентных ставок, а с помощью отношения к риску [33; 34]. Такое поведение может повлиять на накопление уязвимости и ухудшение ликвидности и платежеспособности финансовых учреждений в случае наступления шоков.

Другим важным моментом является то, что система таргетирования инфляции не рассчитана на случаи падения цен, или когда дефляция вызывается положительными шоками производительности. Это значит, что центробанк, поддерживая ценовую стабильность и сталкиваясь с дефляционным шоком, пытается корректировать ценовую динамику вверх через снижение процентных ставок и экспансию ликвидности. Таким образом создаются благоприятные предпосылки для появления негативных проявлений в поведении в сфере финансового посредничества. Возрастающая фаза кредитного цикла легко превращается в кредитный бум. Экспансия ликвидности ведет к быстрому росту стоимости активов, траектория которых перерастает в дисбалансы, увлекая за собой повышение уровня ливериджа в реальном секторе и секторе домохозяйств. В рамках указанного подхода отмечается, что не возрастание стоимости активов стимулирует агрегированные изменения в объемах кредитования, а экспансия кредита приводит к инфляции стоимости активов. Масштаб роста стоимости активов указывает не столько на фундаментально равновесный характер дисбалансов, сколько на то, что денежное предложение ведущих центральных банков было избыточным с точки зрения долгосрочного периода [35; 36].

Таблица 1

**Монетарная политика и финансовая нестабильность  
в разрезе основных направлений макроэкономической теории**

	Роль ценовой стабильности в поддержании финансовой стабильности	Природа финансовой нестабильности	Финансовый фактор циклических колебаний	Значение финансовых дисбалансов для оптимальной монетарной политики	Значение отношения к риску в трансмиссионном механизме	Рациональность экономического агента
	Важная, но не достаточная	Эндогенная	Существенный	Большое	Существенное	Поддерживается
Дж.М.Кейнс	Не принципиальная	Эндогенная	Существенный	Большое	Существенное	Не поддерживается
Кейнсианство	Не принципиальная	Экзогенная (реальные шоки)	Несущественный	Отсутствует	Отсутствует	Не поддерживается
Посткейнсианство	Не принципиальная	Эндогенная	Существенный	Значительное	Существенное	Не поддерживается
Монетаризм	Ключевая	Экзогенная (шоки денежного предложения)	Несущественный	Значительное	Умеренное	Поддерживается
Неоклассическая теория	Ключевая	Экзогенная (все виды шоков)	Несущественный	Незначительное	Несущественное	Поддерживается
Новое кейнсианство (мейнстрим)	Ключевая	Экзогенная (все виды шоков)	Несущественный	Незначительное	Несущественное	Частично поддерживается
Современный гетеродоксальный подход	Важно, но не достаточно	Эндогенная	Существенный	Большое	Ключевое	Частично поддерживается

Не случайно, что уже после глобального финансового кризиса данная группа экономистов выступила за пересмотр правила Гринспена в отношении невмешательства в раздувание пузыря. Это означает, что так называемый «консенсус II» очутился в поле жесткой критики. Если центральный банк на ранних стадиях не вмешивается в процесс накопления финансовых

дисбалансов, то вся финансовая система начинает поощрять их воспроизводство, пока не дойдет до так называемых точек Мински, за которыми следует финансовый кризис.

Посткризисные разведки подтвердили, что отношение к риску было существенно недооценено в рамках традиционной макроэкономической теории. Выделение отношения к риску в отдельный канал монетарной трансмиссии призвано лучше отображать совокупность связанных звеньев между решениями центрального банка и экономическими переменными, за движением которых все чаще скрываются поведенческие, а не фундаментальные факторы [37; 38; 39; 40].

Обобщения теоретических подходов к связи между монетарной политикой и финансовой нестабильностью представлены в табл. 1.

**Выводы.** Дискуссии вокруг посткризисного оптимального монетарного режима и его связи с проблемой финансовой стабильности продемонстрировали сохранение традиционного конфликта. Так, новые кейнсианцы во главе с О. Бланшаром выступили с тезисом, что в случае низких процентных ставок вследствие низкой и стабильной инфляции и их дальнейшего падения снижаются эффективность монетарной политики, и, возможно, несколько высший уровень инфляции будет более оптимальный, поскольку будет означать и более высокие ставки, снижение которых со стабилизационной целью не будет достигать нулевой отметки [41]. Сторонники немецкой традиции, выразителем которой является О. Иззинг, констатируют, что причину в финансовом коллапсе и в проблемах с приближенными к нулю ставками следует искать не в уровне инфляции, а в том, что количественный взгляд на монетарную политику был отброшен в процессе распространения таргетирования инфляции. Избыточное денежное предложение в силу различных структурных обстоятельств может не выражаться в ускорении инфляции, а побуждать к росту объемов кредитования и перегрева рынка активов. Борьба со следствиями финансового кризиса является более сложной, чем стабилизация инфляции с помощью жестких и убедительных мероприятий [42].

## Литература

1. Смит В. Происхождение центральных банков. – Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. – 283 с.
2. U.S. Monetary Policy and Financial Markets / Ed. by A.-M. Meulendyke. – New York: Federal Reserve Bank of New York pub., 1989. – 231 p.

3. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Антология экономической классики. – М.: ЭКОНОМ, Ключ, 1993. – С. 137–432.
4. Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions // *Econometrica*. – 1933. – Vol. 1. – P. 337–357.
5. Hicks J. R. Mr. Keynes and the Classics // *Econometrica*. – 1937. – № 5. – P. 147–159.
6. White W. Is Price Stability Enough? // *BIS Working Papers*. – 2006. – № 205. – P. 1–20.
7. White W. Credit Crises and the Shortcomings of Traditional Policy Responses // *OECD Economics Department Working Paper*. – 2012. – № 48. – P. 1–34.
8. Фридмен М. Инфляция и безработица: горизонты новой политики (тезисы нобелевской лекции) / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 147–150.
9. Фридмен М. Роль монетарной политики // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 126–146.
10. Kaldor N. The New Monetarism // *Lloyds Bank Review*. – 1970. – Vol. 97. – P. 1–18.
11. Kaldor N., Trevithick J. A Keynesian Perspective on Money // *Lloyds Bank Review*. – 1981. – Vol. 139. – P. 1–19.
12. Moore B. Unpacking the post-Keynesian Black Box: Bank Lending and the Money Supply // *Journal of Post Keynesian Economics*. – 1983. – Vol. 5. – P. 537–556.
13. Moore B. The Endogeneity of Credit Money // *Review of Political Economy*. – 1989. – Vol. 1. – P. 65–93.
14. Kindleberger Ch. *Manias, Panics and Crashes*. – N.-Y.: Macmillan, 1996.
15. Minsky H. *Can «It» Happen Again?* – N.-Y.: Sharpe, 1982.
16. Bernanke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // *Journal of Economic Perspectives*. – 1997. – № 11. – P. 97–116.
17. Persson T., Tabellini G. Designing Institutions for Monetary Stability // *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. – 1993. – № 39. – P. 53–89.
18. Svensson L. Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banker, and Linear Inflation Contracts // *American Economic Review*. – 1997. – 87/1. – P. 98–114.

19. Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – P. 1–55.
20. Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 1999. – № 7426. – P. 1–35.
21. Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. – 2003. – № 6. – P. 1–42.
22. Stiglitz J., Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // American Economic Review. – 1981. – Vol. 71. – P. 333–421.
23. Stiglitz J., Greenwald B. Towards a New Paradigm in Monetary Economics. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
24. Goodfriend M., King R. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // NBER Macroeconomic Annual. – Cambridge: MIT Press, 1997. – P. 231–283.
25. Clarida R., Gali J., Gertler M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective // Journal of Economic Literature. – 1999. – №37(4). – P. 1661–1707.
26. Woodford M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. – Princeton: Princeton University Press, 2003.
27. Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2007. – № 13580. – P. 1–42.
28. Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views // BIS Papers. – 2003. – № 18. – P. 1–30.
29. Schwartz A. Why Financial Stability Depends on Price Stability // Economic Affairs. – 1995. – P. 21–25.
30. Schwartz A. Asset Price Inflation and Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2002. – № 9321. – P. 1–22.
31. Bernanke B., Woodford M. Inflation forecasts and Monetary Policy // Journal of Money, Credit, and Banking. – 1997. – Vol. 29. – № 4. – P. 663–684.
32. Bernanke B., Gertler M. Monetary Policy and Asset Price Volatility // Fed of Kansas City Economic Review. – 1999. – 4<sup>th</sup> quarter. – P. 17–51.
33. Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.
34. Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59.



35. Borio C., Lowe Ph. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? // BIS Working Paper. – 2004. – № 157. – P. 1–51.
36. Borio C., Filardo A. Back to the Future? Assessing the Deflation Record // BIS Working Paper. – 2004. – № 152. – P. 1–61
37. Maddaloni A., Peydro J.-L. Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and the US Lending Standards // ECB Working Paper. – 2010. – № 1248. – P. 1–53.
38. Gambacorta L. Monetary Policy and the Risk-taking Channel // BIS Quarterly Review. – 2009. – Dec. – P. 43–53.
39. Nicolo De G., Dell’Ariccia G., Laeven L., Valencia F. Monetary Policy and Risk Taking // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/09. – P. 1–21.
40. Altundas Y., Gambacorta L., Marques-Ibanez D. Does Monetary Policy Affect Banking Risk-taking? // BIS Working Paper. – 2010. – № 298. – P. 1–35.
41. Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy // IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/03. – P. 1–18.
42. Issing O. Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be? // IMF Working Paper. – 2011. – WP/11/97. – P. 1–18.

Статья поступила в редакцию 7 апреля 2013 г.