



Економічна теорія

Віктор КОЗЮК,
Ірина ЧИРАК

**ТЕОРЕТИЧНІ ПРОБЛЕМИ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ
МІЖ МОНЕТАРНОЮ ПОЛІТИКОЮ
ТА ФІНАНСОВОЮ НЕСТАБІЛЬНІСТЮ**

Резюме

Проведено дослідження теоретичних проблем взаємозв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю в розрізі основних напрямів макроекономічної теорії. З'ясовано, що монетарна політика не завжди може передбачувано впливати на стан реального і фінансового секторів через наявність складних і нелінійних зв'язків між ними.

Ключові слова

Монетарна політика, фінансова нестабільність, стабільність цін, процентні ставки, грошова пропозиція, таргетування інфляції, діловий цикл, спекуляції.

Класифікація за JEL: A10, E50.

© Віктор Козюк, Ірина Чирак, 2013.

Козюк Віктор, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

Чирак Ірина, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

Постановка проблеми. Протягом тривалого періоду в розвитку монетарної теорії проблема взаємозв'язку між монетарною політикою і фінансовою стабільністю є об'єктом пильного наукового аналізу. Дискусії про взаємозв'язок між фінансовою стабільністю та монетарною політикою започаткували в 1930-х роках представники кейнсіанської та австрійської шкіл. Австрійська школа пов'язує фінансову нестабільність з неефективною монетарною політикою внаслідок неконтрольованої пропозиції грошей, яка призводить до зниження відсоткових ставок в окремі періоди і до циклічних коливань. На переконання кейнсіанців, фінансова нестабільність є закономірним результатом пристосування вартості фінансового багатства до очікуваних обсягів реального випуску.

Критичні зауваження М. Фрідмена щодо неврахування фінансового сектору та проблем фінансової нестабільності в аналітичних моделях кейнсіанців вплинули на зміну уявлень пост кейнсіанців про структуру монетарних процесів, визнання ними фінансового сектору самостійним елементом у системі грошової мультиплікації від рівня ділової активності, а кредитної експансії – від попиту економічних агентів. Визнано, що будь-який фінансовий стрес веде до зменшення ділової активності, а функції грошової маси можуть спричинити фінансові шоки, особливо небезпечні за наявності боргових спекуляцій.

Недостатньо уваги проблемам досягнення фінансової стабільності приділяли в 1990-х роках. Монетарна теорія зосередила свою увагу на таргетуванні інфляції, за якого основним завданням центрального банку є забезпечення цінової стабільності, яка вважалася найкращим способом досягнення фінансової стабільності. І лише нова інституційна теорія фінансів зосередила свою увагу на специфіці функціонування фінансового сектору, вважаючи, що він може викликати циклічні коливання в економіці, у тому числі й за рахунок асиметрії інформації. З настанням глобальної фінансової кризи ряд учених висловлювали думки, що система таргетування інфляції, спрямована на створення середовища низької та стабільної інфляції, створює атмосферу безпеки і стабільності та підштовхує до фінансової нестабільності. З огляду на це, виникає необхідність в узагальненні теоретичних підходів до зв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Тема статті стосується проблеми, яку в економічних дослідженнях висвітлено недостатньо. Основну увагу вивченню взаємозв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю приділено в наукових працях зарубіжних учених, які представляють певні напрями макроекономічної теорії.

Мета і завдання дослідження. Метою даного дослідження є вивчення еволюції поглядів представників основних напрямів макроекономічної теорії

щодо взаємозв'язку монетарної політики та фінансової нестабільності з тим, щоби посприяти виробленню дієвих заходів для подолання негативних наслідків фінансових криз.

Виклад основного матеріалу. Проблема взаємозв'язку між монетарною політикою та фінансовою стабільністю вже тривалий час залишається об'єктом пильного наукового аналізу. Умовно її можна поділити на кілька складових: як монетарна політика впливає на загальну тенденцію до підтримання фінансової стабільності; яким чином центральний банк повинен забезпечувати фінансову стабільність і чи взагалі він повинен нести за неї відповідальність; якою має бути лінія поведінки центрального банку у випадку, коли фінансова стабільність похитнулася.

Упродовж тривалого періоду розвитку монетарної теорії відповіді на ці питання були доволі різними, що слід пов'язувати з відмінностями в теоретичних позиціях, гносеологічних засадах аналізу, а також історичному досвіді, який виступав картиною для емпіричного забезпечення тих чи інших макротеоретичних аргументів. Так, В. Сміт наводить дискусію між представниками банківської школи та кількісної теорії щодо етимології зв'язку між моделлю грошової емісії та фінансовою стабільністю. Представники банківської школи доходять висновку, що система приватно-банківської емісії не може призводити до суттєвих дестабілізацій у сфері кредиту і товарних цін. Представники ж кількісної теорії заперечують це, констатуючи, що саме на колективному рівні не існує системи контролю за поведінкою банка-експансіоніста. Через систему конкуренції між банківськими інституціями надмірна емісія платіжних засобів одним банком веде до над-емісії всієї системи. Отже, централізація емісійної діяльності у вигляді імплементації принципів функціонування центрального банку та золотого стандарту буде гарантувати захист від негативних наслідків фінансових криз [1].

Криза 1888 р. в Англії наочно продемонструвала унікальну спроможність центральних банків виконувати роль кредитора останньої інстанції. Оскільки платіжна сила їхніх банкнот наділялась імперативним статусом, а обмеження золотого стандарту на паперову емісію могли тимчасово скасуватися, то це перетворювало центробанк в інституцію з абсолютною ліквідністю.

Використання принципу абсолютної ліквідності для врегулювання фінансової паніки та відновлення довіри до фінансових установ пов'язане з ім'ям У. Бейджхота. Він запропонував та теоретично описав, як використання необмеженого доступу до кредиту центрального банку може компенсувати брак ліквідності на фінансовому ринку, наділити фінансові інституції платоспроможністю й у такий спосіб подолати фінансовий колапс. Оскільки центральний банк створює офіційну ліквідність і його платіжні знаки мають законний статус, то його спроможність збільшити грошову пропозицію в будь-який момент часу нічим не обмежена, окрім запасу монетарного золота, попит на який можна обмежити через тимчасові обмеження з розмінності

банкнот. Відновлення довіри на фінансових ринках дасть змогу центробанку повернутись до попереднього режиму роботи через зменшення свого балансу та зниження тиску на золоті резерви.

Банківська криза 1907 р. в США також продемонструвала необхідність реформ, які забезпечили би стабільність цін, еластичність готівкової пропозиції та довіру до фінансової системи. Централізація емісійної діяльності у світлі потреб у реформах грошового обігу та європейського досвіду мала вигляд достатнього аргумента на користь того, щоб у 1913 р. було створено ФРС. Спеціаліста її організаційної структури та формальна модель власності відображають, що фінансові завдання ФРС, згідно із задумом її засновників, були не менш пріоритетні, ніж макроекономічні. Тобто, під цільовою установкою на забезпечення еластичного функціонування готівкового обігу розумілось забезпечення фінансової стабільності банківської системи з ліберальною схемою регулювання [2]

У міжвоєнний період дискусії про взаємозв'язок між фінансовою стабільністю та монетарною політикою посилились, причиною чого було, поперше, асиметричне функціонування системи міжнародного золотого стандарту в розрізі різних країн, що привносило викривлення в потоки капіталів і відсоткові ставки, а, по-друге, базове бачення ролі монетарної політики в макроекономічних процесах почало розпадатись на кейнсіанський та австрійський табори в 1930-х рр. під впливом дискусій між Дж. М. Кейнсом та Ф. Хаєком з приводу Великої Депресії. Так, згідно з Дж. Кейнсом, монетарна політика сама по собі не генерує фінансову нестабільність. Він вважає, що обвал фінансової системи 1929–1933 рр. напряду не пов'язують із монетарними причинами, а розглядають як закономірне явище пристосування вартості фінансового багатства до очікуваних обсягів реального випуску. Говорячи про основні джерела саме фінансової нестабільності, Дж. Кейнс звернув увагу на проблему поведінки економічних агентів, зауважуючи наявність тваринного духу (*animal spirit*), що не лише є проявом конкуренції, а й відображає більш агресивне прагнення багатства, яке має ірраціональне коріння [3]. Згідно ж із Ф. Хаєком, проблема фінансової нестабільності перебуває у площині неефективної монетарної політики та самої ринкової економіки, у якій різні галузі мають відмінну за тривалістю структуру капіталу. Найбільшою проблемою в цій схемі, згідно з австрійською школою, є неконтрольована система грошової пропозиції, яка призводить до заниження відсоткових ставок в окремі періоди, тим самим заохочуючи циклічні коливання.

Ще до виходу «Загальної теорії...» в 1936 р. монетарні аспекти фінансової нестабільності продемонстрував І. Фішер у так званій теорії дефляції боргів. Її зміст зводиться до того, що знижувальні зміни рівня цін призводять до різкого підвищення боргових зобов'язань, внаслідок чого в економіці різко падає спочатку ліквідність, а згодом і платоспроможність. Це означає, що в економіці з розвинутим фінансовим сектором зміни в монетарній політиці призводять до зміни в добробуті економічних агентів, що передається всій

економіці. Із коливаннями рівня інфляції / дефляції також слід пов'язувати ділові цикли, походження яких забезпечується фінансовим сектором [4].

Більш радикальний погляд Дж. Кейнса на сукупний попит і спроможність централізованого впливу на його рівень з метою стабілізації економіки разом із більш ефектною формалізацією його підходу Дж. Хіксом у рамках моделі IS-LM заклали базову структуру макроекономічної теорії, у якій фінансовий сектор та проблема фінансової нестабільності випала за межі аналітичних моделей [5]. Сама логіка моделі IS-LM вказує на те, що в економіці існують лише реальні та грошові шоки, до яких економіка пристосовується через відсоткові ставки та обсяги випуску. Ця модель допускає наявність пастки ліквідності та те, що інвестиції та заощадження врівноважуються відсотковими ставками, а змінні – реальні, а не номінальні.

Однак у світлі глобальної фінансової кризи актуальним є, на думку В. Вайта, повернення до дискусії між Дж. Кейнсом та Ф. Хааском. В. Вайт вважає за доцільне зробити кілька висновків з приводу даної дискусії. По-перше, макроекономіка повинна враховувати складні та нелінійні зв'язки між реальним та фінансовим сектором і те, що монетарна політика далеко не завжди передбачувано впливає на них. По-друге, кейнсіанський горизонт аналізу є короткостроковим. Зосередженість на стабілізації номінального ВВП та зайнятості не виключає привнесення в економіку додаткових спотворень у вигляді боргових криз. Австрійський же тип аналізу є довгостроковим і передбачає врахування динамічного оновлення економіки, у структурі якої фінансовий сектор відіграє важливу роль, навіть якщо він і привносить в економіку ендогенну нестабільність. По-третє, циклічні коливання спричиняють не лише відхилення сукупного попиту від рівноважної траєкторії випуску, а також і фінансовий сектор. Коливання вартості активів, кредитний цикл, цикл утворення заборгованості у приватному секторі навіть більш важливі, ніж макроекономічна політика, обмежена рамковими умовами вибору між альтернативами безробіття та інфляції. По-четверте, економіці властивий певний рівень нестабільності, а тому пристосування до шоку є болісною, але необхідною процедурою, яка передбачає відновлення більш ефективної алокації ресурсів, порівняно з тією, яка сформувалась напередодні кризи і була викривлена під дією низьких відсоткових ставок, експансії кредиту та лівереджу [6; 7].

Слід визнати, що кейнсіанська традиція нехтування фінансовим сектором була піддана критиці ще М. Фрідменом. Саме з розвитком фінансового сектора кейнсіанський підхід не може бути прийнятий як надійний дороговказ для практичної макроекономічної політики, оскільки зростання значення фінансового посередництва суттєво ускладнює модель економіки і, що найголовніше, робить її більш невизначеною для розробників економічної політики. Альтернатива у вигляді «грошового правила» повинна компенсувати надмірний активізм у реалізації макрополітики і, що найголовніше, допустити коливання відсоткових ставок [8; 9].

Відхід від ортодоксальної кейнсіанської макромоделі також був реалізований у працях окремих посткейнсіанців. Постановка питання про ендогенні та екзогенні гроші була покликана чітко продемонструвати, що кредитна експансія генерується не на боці грошової пропозиції, а на боці попиту економічних агентів. Іншими словами, не депозити створюють кредити, як це передбачає проста модель фінансового посередництва, узятя на озброєння монетаристською теорією грошової пропозиції, а кредити створюють депозити. Зміна уявлення про структуру монетарних процесів у посткейнсіанській традиції напряму пов'язана з тим, що фінансове посередництво перетворюється на об'єкт аналізу. Фінансовий сектор є самостійним елементом у системі грошової пропозиції, а процес грошової мультиплікації залежить від того, на якій стадії ділового циклу перебуває економіка. Також модель ендогенних грошей продемонструвала, що грошова маса пристосовується до рівня ділової активності. Саме наявність фінансового сектора робить гроші ендогенними, а не екзогенними [10; 11; 12; 13].

У моделі ендогенних грошей будь-який фінансовий стрес призводить до зменшення грошової маси і, відповідно, до обмеження ділової активності. Однак експансія кредиту та зростання вартості активів як прояви надмірної грошової пропозиції не розглядають у контексті потенційних дестабілізуючих наслідків для економіки та фінансової системи. Такий висновок можна зробити, виходячи з твердження Н. Калдора про те, що наявна грошова маса в економіці з кредитними грошми є відображенням рівно тієї суми номінальних платіжних засобів, яку хочуть мати економічні агенти в даний час [11]. Таке твердження явно йде врозріз із тим, що на зміни в грошовій пропозиції може впливати центральний банк, а флуктуації грошової маси можуть спричинити фінансові шоки, як це передбачає модель Брюннера-Мельцера.

Дану прогалину заповнили Ч. Кіндлбергер та Х. Мінські. Спекулятивна складова, на думку Ч. Кіндлбергера, є в будь-якій фінансовій кризі, а особливо небезпечною такі кризи робить те, що спекуляції здійснюють у борг [14]. Х. Мінські висунув гіпотезу «фінансової крихкості», відштовхуючись від того, що економічні агенти можуть обирати три варіанти фінансування своєї бізнес-діяльності: хеджоване, спекулятивне та Понзі-фінансування. Концентрація в часі кожного з видів фінансування матиме різні наслідки для фінансової стабільності. Фінансовим стресам завжди передують підвищення частки спекулятивного та Понзі-фінансування в реальному та фінансовому секторах [15]. І Кіндлбергер, і Мінські відзначають, що фактор ліквідності та відсоткові ставки є вкрай важливими чинниками розгортання фінансової кризи. Кожен з них визнав, що саме з такими похідними діяльності центробанків, як ліквідність та відсоткові ставки, слід пов'язувати поштовхи до фінансової нестабільності.

Розвиток мейнстріму монетарної теорії в 1990-х продемонстрував яскраво виражене випадіння з досліджень проблеми фінансової нестабільності. Неєфективна монетарна політика, що неспроможна забезпечити стабільність цін, та центральний банк, що не користується довірою, породжують фі-

нансові дестабілізації через канали підвищення відсоткових ставок, коливання курсу національної валюти, вплив капіталу та спекуляції. Така постановка питання спиралась на цілий набір емпіричних фактів щодо гіперінфляційних криз у Латинській Америці, реверсів курсу долара внаслідок реалізації асиметрично жорстких політик у США, Європі та Японії в 1985–1987 рр., кризи європейської валютної системи 1991–1992 рр. Чітка ув'язка між загальною макроекономічною нестабільністю та монетарною політикою, що реалізується в середовищі конфлікту, стала провідною методологією досліджень у монетарній теорії.

Ряд економістів, зокрема, Б. Бернанке та Ф. Мишкін, запропонували компромісний концепт таргетування інфляції, що інтегрував елементи теорії раціональних очікувань та неокейнсіанське розуміння необхідності побудови економічної політики на принципах стабілізації відхилення ВВП від потенційного значення [16]. Гнучкість, у їхньому розумінні, передбачає допустимість реакції на шоки, які відхиляють фактичний ВВП від потенційного значення. Основні практичні принципи таргетування інфляції є: головним завданням центрального банку є забезпечення цінової стабільності, під яким розуміється коливання індексу споживчих цін у межах 2–2,5%; мета діяльності центробанку чітко специфікується у вигляді оголошення тієї інфляційної величини, підтримання якої він буде вважати таким, що консистентне із ціновою стабільністю або досягненням встановленого таргету; досягнення встановленої інфляційної мета не передбачає використання проміжної мети монетарної політики, оскільки зв'язки між ними можуть викривлюватись, мати нестабільний характер і, що найголовніше, давати статистичну похибку; замість проміжної мети використовується внутрішній прогноз інфляції центрального банку, який може оголошуватись, а може не оголошуватись залежно від режиму транспарентності; відсоткові ставки змінюються залежно від зміни внутрішнього прогнозу інфляції в короткостроковому періоді, що дає змогу здійснювати монетарну політику з орієнтацією на очікувану, а не на фактичну інфляцію; інструментальна змінна політики обирається за принципом транспарентності та щільності зв'язку з прогнозними змінами інфляційних очікувань, і оскільки цій ролі краще відповідають відсоткові ставки, то вони автоматично стають ключовим елементом даного монетарного режиму [17; 18].

Послідовна реалізація політики таргетування інфляції передбачає зниження варіації ВВП та послаблення загальної циклічної активності економіки [19]. Емпіричні дослідження досвіду країн переходу на таргетування інфляції також вказують на те, що зростання реакції на варіацію інфляції не впливає суттєво на збільшення зайнятості та реального випуску. Основна причина – довіра та транспарентність до даного монетарного режиму [20; 21].

Певною альтернативою вказаному вище напрямку виступили так звані нові інституційні теорії фінансів, покликані продемонструвати, як специфіка функціонування фінансового сектора може визначати циклічні коливання в

економіці. Основний акцент тут робиться на тому, що: фінансові ринки породжують низку імперфекцій, які є відмінними від традиційних кейнсіанських негнучкості цін і зарплат, а отже, шоки попиту можуть так само генеруватись у фінансовій системі; фінансові посередники та позичальники не є однорідними, тобто сегментація ринку має вагоме значення для пояснення агрегованих флуктуацій фінансових показників, особливо кредиту; існує окремий банківський канал монетарної трансмісії, що не зводиться до каналу відсоткових ставок; традиційний макроекономічний ринок грошей необхідно замінити ринком кредитів.

Однією з перших спроб показати, що відсоткові ставки далеко не завжди відіграють провідну роль у досягненні макроекономічної рівноваги за посередництва ринку грошей, є модель раціонування кредиту Дж. Стігліца. Вона показує, що банки стикаються з проблемою асиметрії інформації та намагаються всі можливі обсяги коштів, призначені для кредитування, розподілити в певній пропорції між позичальниками з різним ступенем платоспроможності та надійності. Відсоткові ставки по кредитах не завжди спроможні визначати рівноважну величину кредиту, оскільки, наприклад, підвищення ставок заохочує зворотний відбір і моральний ризик, а зниження – погіршення якості кредитного портфелю. Тому банкам набагато вигідніше змінювати пропорції кредитних вкладень у розрізі позичальників з різною структурою ризиків, ніж маніпулювати відсотковими ставками. Вагомий висновок даної моделі – банки змінюють структуру раціонування кредиту відповідно до зміни власного фінансового стану, фінансового стану позичальників, агрегованих тенденцій на ринку, які визначає фаза ділового циклу, тощо. За змінами структури йде зміна обсягів кредиту, що надають різним групам позичальників, а це автоматично детермінує коливання ділової активності. Центральний банк не завжди спроможний вплинути на зниження коливань ділового циклу у випадку, коли раціонування кредиту є ендеогенним процесом [22; 23].

Якщо модель раціонування кредиту відображає кількісні механізми агрегованих коливань фінансових параметрів, то модель фінансового акселератора продовжує традицію цінових важелів впливу на поведінку економічних агентів у процесі функціонування кредитного ринку. Її основний зміст зводиться до того, що відсоткові ставки не є визначальним фактором досягнення рівноваги на кредитному ринку, а отже, далеко не завжди є рушієм сукупного попиту в економіці. Процес кредитування складається з додаткового набору елементів, які визначають поведінку позичальників і позикодавців, а саме: фінансовий стан банків, фінансовий стан позичальників, вартість застави, величина комісії, вартість страховки. Іншими словами, процес кредитування передбачає наявність не лише відсоткових ставок, а й кредитних стандартів – додаткових вимог, що уможливають одержання кредиту за даного рівня відсоткових ставок. Отже, фінансовим акселератором є кумулятивна величина додаткових витрат, пов'язаних із процесом кредитування. Наявність фінансового акселератора означає, що спроможність центрального

банку безпосередньо впливати на діловий цикл суттєво обмежена, якщо монетарна політика реалізується винятково через відсоткові ставки.

Моделі раціонування кредиту та фінансового акселератора суттєво змінюють уявлення про фінансовий сектор і його алокаційну ефективність. Виявляючи наявність імперфекцій у сфері функціонування фінансових посередників, ці моделі обмежуються тим, що розглядають їх як додаткові джерела циклічних коливань, але не як передумови фінансової нестабільності. За їх допомогою можна пояснити різке посткризове стиснення кредиту. Іншою специфікою даних моделей є те, що вони розроблені в контексті становлення в макроекономічній теорії так званого «консенсусу II», основними теоретичними складовими якого є твердження, що: цінова стабільність визнається невід'ємною умовою загальної макроекономічної стабільності та алокаційної ефективності економіки; втрати від дезінфляції в традиційному кейнсіанстві є явно завищеними, а монетарна політика спроможна впливати на рівень інфляції, для чого необхідні відповідні інституційні рішення, які гарантували б незалежність центрального банку; економічна динаміка визначається стохастичними шоками продуктивності, а хвилі зростання пов'язані з інвестиціями в інновації; економічні агенти є раціональними міжчасовими оптимізаторами і будують свої очікування відповідно до очікувань майбутнього; стабілізаційна політика буде ефективною лише в тому випадку, якщо дотримання цінової стабільності не піддаватиметься компромісу; центральний банк, змінюючи відсоткові ставки відповідно до зміни інфляційних очікувань, що впливають з поведінки ВВП-розриву, спроможний мінімізувати циклічні коливання; ефективність монетарної політики спирається на поглиблене розуміння структури економіки, внаслідок чого рішення центральних банків, що враховують складний набір економічних змінних, які сигналізують про зміни в майбутніх тенденціях, кращі, ніж реалізація політики на основі механічного правила [24; 25; 26; 27].

Трансформація фінансової системи, породжена глобалізаційними процесами, також підвищили інтерес до питання, якою повинна бути монетарна політика світлі того, що центральні банки функціонують в якісно іншому фінансовому оточенні, ніж це було ще на початку 1990-х. Експансія вартості активів, проблема контролю за глобальною грошовою пропозицією та складні форми утворення лівереджу глобально значущих інституцій поставили проблему фінансової стабільності на порядок вище, ніж до того [28].

Так, азійська криза, криза LTCM у 1998 р., крах бульбашки нової економіки і наступна рецесія актуалізували питання про характер зв'язку між монетарною політикою та фінансовою стабільністю як з теоретичної, так і з інституційної точки зору. Проблему фінансової стабільності почали розглядати з огляду на те, чи повинні бути включені у функцію реакцій коливання вартості активів. Постановка питання в такий спосіб сама по собі продемонструвала, що, принаймні теоретично, можливість впливу істотних змін вартості активів на інфляцію та ВВП-розрив допускалась. Визнання того, що фінан-

сові стреси можуть погіршити результати реалізації монетарної політики, не залишило однозначності з приводу того, чи реакція на такі стреси буде оптимальною. У даному випадку можна виділити три підходи.

Перший, або «гіпотеза Шварц». На думку А. Шварц, досягнення цінової стабільності є найкращим засобом забезпечення фінансової стабільності. Будь-яка інформація про стан фінансової системи, так чи інакше, включається в прогноз інфляції, а отже, не існує потреби ще якось додатково реагувати на зміну вартості активів [29]. А. Шварц доводить, що впродовж історії реакції центробанків на інфляцію цін активів були непослідовними та непередбачуваними. Це призводило до істотних збурень у грошовій пропозиції, які мали дестабілізуючий характер для всієї економіки [30]. Другий. Фінансові потрясіння та кризи, а також алокаційні спотворення під час експансії ринків активів становлять фундаментальну загрозу для макроекономічної стабільності. Центральний банк повинен реагувати на шоки ринку активів, і такі реакції повинні мати систематичний і симетричний характер. Третій. Центральний банк не повинен експліцитно реагувати на коливання вартості активів, оскільки це призводить до суттєвих дестабілізацій на фінансовому ринку та погіршує результати у сфері реального випуску. Так, В. Бернанке та М. Вудвфорд констатують, що оптимальна політика не потребує експліцитного реагування на ціни активів [31]. Б. Бернанке та М. Джетлер стверджують, що включення цін активів у функцію реакцій відхилитиме монетарну політику від оптимальної та привнеситиме додаткові коливання інфляції та ВВП [32].

Незважаючи на скептичне ставлення до необхідності завчасливого реагування на фінансові шоки в рамках теоретичної макромоделі нового кейнсіанства, у спільноті центробанків сформувалась практична відповідь на проблему, яка отримала назву «правила Грінспена». Під керівництвом А. Грінспена ФРС агресивно знижувала відсоткові ставки в момент криз ліквідності та обвалу ринку активів, після чого поступово відновлювала їх до попереднього рівня. Така схема простежується в реакціях на обвал американського фондового ринку в 1987 р., кризу фонду LTCM у 1998 р., крах ринку нової економіки у 2000 р., події в Нью-Йорку у вересні 2001 р. З теоретичних міркувань, «правило Грінспена» означає, що центральний банк не повинен реагувати на бульбашку в момент часу, поки вона роздувається. Тобто, згідно з Грінспеном, центробанки отримують простий і зручний спосіб реакції на коливання вартості активів: не втручатись доти, доки фінансовий стрес не призведе до погіршення ринкової ліквідності на системному рівні, після чого агресивна пропозиція офіційної ліквідності в сукупності зі зниженням ставок відновлює довіру на ринку і нормалізує функціонування сфери фінансового посередництва [27; 28].

До початку глобальної фінансової кризи у 2007 р. дискусії з приводу ролі монетарної політики в забезпеченні фінансової стабільності ще більше поляризувались.

Достатньо радикальну альтернативу усталеним поглядам на зв'язок між монетарною політикою на фінансовою нестабільністю запропонували К. Боріо, Е. Філардо, В. Вайт та інші. Основний зміст їхньої позиції можна звести до наступного. Середовище низької та стабільної інфляції не заохочує фінансову стабільність, як це передбачає більшість традиційних макроекономічних підходів, а, навпаки, спонукає до фінансової нестабільності. Низька інфляція та мінімізовані коливання ділового циклу створюють атмосферу безпеки і стабільності, заохочуючи зниження відсоткових ставок. За зниженням ставок відбувається зміна поведінки фінансових посередників, яка полягає в появі феномену «пошуку доходності». Загалом це означає, що падіння ставок через пошук доходності заохочує ризикову поведінку або ж спонукає фінансові установи конкурувати не за допомогою рівня відсоткових ставок, а за допомогою ставлення до ризику [33; 34]. Така поведінка може впливати на нагромадження вразливості й погіршувати ліквідність та платоспроможність фінансових установ у разі настання шоків.

Іншим важливим моментом є те, що система таргетування інфляції не розрахована на випадки падіння цін або на випадки, коли дефляцію викликають позитивні шоки продуктивності. Тобто центробанк, підтримуючи цінову стабільність і стикаючись із дефляційним шоком, намагається коректувати цінову динаміку вгору через зниження відсоткових ставок та експансію ліквідності. У такий спосіб створюють сприятливі передумови для появи негативних проявів у поведінці у сфері фінансового посередництва. Зростаюча фаза кредитного циклу легко перетворюється на кредитний бум. Експансія ліквідності призводить до швидкого зростання вартості активів, траєкторія яких переростає в дисбаланси, тягнучи за собою підвищення рівня лівереджу в реальному секторі та секторі домогосподарств. У рамках вказаного підходу наголошується, що не зростання вартості активів стимулює агреговані зміни в обсягах кредитування, а експансія кредиту призводить до інфляції вартості активів. Масштаб зростання вартості активів вказує не стільки на фундаментально рівноважний характер дисбалансів, скільки на те, що грошова пропозиція провідних центральних банків була надмірною з точки зору довгострокового періоду [35; 36].

Невипадково, що вже після глобальної фінансової кризи ця група економістів виступила за перегляд правила Грінспена щодо невтручання в роздмухування бульбашки. Це означає, що так званий «консенсус II» опинився в полі жорсткої критики. Якщо центральний банк на ранніх стадіях не втручається у процес нагромадження фінансових дисбалансів, то вся фінансова система починає заохочувати їх відтворення, аж поки не дійде до так званих точок Мінські, за якими йде фінансова криза.

Посткризові розвідки підтвердили, що ставлення до ризику було суттєво недооцінене в рамках традиційної макроекономічної теорії. Виділення ставлення до ризику в окремий канал монетарної трансмісії покликане краще відобразити сукупність зв'язних ланок між рішеннями центрального банку й

економічними змінними, за рухом яких дедалі частіше приховуються поведінкові, а не фундаментальні фактори [37; 38; 39; 40].

Узагальнення теоретичних підходів до зв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю представлено в табл. 1.

Таблиця 1.

**Монетарна політика та фінансова нестабільність
у розрізі основних напрямів макроекономічної теорії**

	Роль цінової стабільності в підтриманні фінансової стабільності	Природа фінансової нестабільності	Фінансовий фактор циклічних коливань	Значення фінансових дисбалансів для оптимальної монетарної політики	Значення ставлення до ризику в трансмісійному механізмі	Раціональність економічного агента
	Важлива, але недостатня	Ендогенна	Суттєвий	Велике	Суттєве	Підтримується
Дж. М. Кейнс	Не принципова	Ендогенна	Суттєвий	Велике	Суттєве	Не підтримується
Кейнсіанство	Не принципова	Екзогенна (реальні шоки)	Несуттєвий	Відсутнє	Відсутнє	Не підтримується
Пост-кейнсіанство	Не принципова	Ендогенна	Суттєвий	Значне	Суттєве	Не підтримується
Монетаризм	Ключова	Екзогенна (шоки грошової пропозиції)	Несуттєвий	Значне	Помірне	Підтримується
Неокласична теорія	Ключова	Екзогенна (усі види шоків)	Несуттєвий	Незначне	Несуттєве	Підтримується
Нове кейнсіанство (мейнстрім)	Ключова	Екзогенна (усі види шоків)	Несуттєвий	Незначне	Несуттєве	Частково підтримується
Сучасний гетеродоксальний підхід	Важлива, але недостатня	Ендогенна	Суттєвий	Велике	Ключове	Частково підтримується

Висновки. Дискусії довкола посткризового оптимального монетарного режиму і його зв'язку з проблемою фінансової стабільності продемонстрували збереження традиційного конфлікту. Так, нові кейнсіанці на чолі з О. Бланшаром виступили з тезою, що у випадку низьких відсоткових ставок внаслідок низької та стабільної інфляції і їх подальшого падіння знижується ефективність монетарної політики, і, можливо, децю вищий рівень інфляції буде більш оптимальний, оскільки означатиме і більш високі ставки, зниження яких зі стабілізаційною метою не буде сягати нульової позначки [41]. Прихильники німецької традиції, виразником якої є О. Ізінг, констатують, що причину фінансового колапсу та проблем із наближеними до нуля ставками слід шукати не в рівні інфляції, а в тому, що кількісний погляд на монетарну політику було відкинуто у процесі поширення таргетування інфляції. Надмірна грошова пропозиція в силу різних структурних обставин може не виражатись у прискоренні інфляції, а спонукати до зростання обсягів кредитування і перегріву ринку активів. Боротьба з наслідками фінансової кризи є складнішою, ніж стабілізація інфляції за допомогою жорстких і переконливих заходів [42].

Література

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 монетарної політики // 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. – 4th 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.

Стаття надійшла до редакції 7 квітня 2013 р.