

Віктор Козюк

доктор екон. наук, професор,
завідувач кафедри економічної теорії
Тернопільського національного
економічного університету
м. Тернопіль, вул. Львівська, 11
(066)193-49-82
victorkozyuk@rambler.ru

Ірина Чирак

аспірант кафедри економічної теорії
Тернопільського національного
економічного університету
м. Тернопіль, вул. Львівська, 11
(097)935-86-05
chyrak_irina@mail.ru

**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 передбачувати 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: ...

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 започатковані у 1930-х роках представниками кейнсіанської та австрійської шкіл. Австрійська школа пов'язує

фінансову нестабільність з неефективною монетарною політикою внаслідок неконтрольованої пропозиції грошей, яка призводить до зниження процентних 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 в 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 викликати фінансові шоки, особливо небезпечні при наявності боргових спекуляцій.

Недостатньо уваги проблемам досягнення фінансової стабільності приділялося у 1990-х роках. Монетарна теорія зосередила свою увагу на таргетуванні інфляції, при якому основним завданням центрального банку є забезпечення цінової стабільності, яка вважалася найкращим способом досягнення фінансової стабільності. І лише нова інституціональна теорія фінансів зосередила свою увагу на специфіці функціонування фінансового сектору, вважаючи, що він може викликати циклічні коливання в економіці, в тому числі і за рахунок асиметрії інформації. З настанням глобальної фінансової кризи рядом вчених висловлювалися думки, що система таргетування інфляції, будучи спрямованою на створення середовища низької і стабільної інфляції, створює атмосферу безпеки та стабільності і підштовхує до фінансової нестабільності. З огляду на це виникає необхідність в узагальненні теоретичних підходів до зв'язку між монетарною політикою та фінансової 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 вчених, 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, щоб 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 декілька 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 повинна бути лінія поведінки центрального банку у випадку, коли фінансова стабільність похитнулася.

Впродовж тривалого періоду розвитку монетарної теорії відповіді на ці питання були досить різними, що слід пов'язувати із відмінностями в теоретичних позиціях, гносеологічних засадах аналізу, а також історичному досвіді, що 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. Представниками банківської школи робиться висновок про те, 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 усієї системи. Отже, централізація емісійної діяльності у вигляді імплементації принципів функціонування центрального банку та золотого стандарту буде гарантувати від негативних наслідків фінансових криз [1].

Криза 1888 р. в Англії наглядно 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 скасовуватись, то це перетворювало центробанк в інституцію з абсолютною ліквідністю.

Використання принципу абсолютної ліквідності для врегулювання фінансової паніки та відновлення довіри до фінансових установ пов'язано з іменем 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 і 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 дозволить центробанку повернутись до попереднього режиму роботи через зменшення свого балансу та зниження тиску на золоті резерви.

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

У міжвоєнний період дискусії про взаємозв'язок між фінансовою стабільністю та монетарною політикою посилились, причиною чого було, по-перше, асиметричне функціонування системи міжнародного золотого стандарту в розрізі різних країн, що

привносило викривлення в потоки капіталів і процентні ставки, а, по-друге, базове бачення ролі монетарної політики в макроекономічних процесах почало розпадатись на кейнсіанський та австрійський табори у 1930-х рр. під впливом дискусій між Дж. М. Кейнсом та Ф. Хаєком з приводу Великої Депресії. Так, згідно Дж. Кейнса, монетарна політика сама по собі не генерує фінансову нестабільність. Він вважає, що обвал фінансової системи 1929-1933 рр. напряду не пов'язується із монетарними причинами, а розглядається 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 являється проявом конкуренції, а й відображає більш агресивне прагнення багатства, яке має ірраціональне коріння [3]. Згідно ж Ф. Хаєка, проблема фінансової нестабільності знаходиться у площині неефективної монетарної політики та самої ринкової економіки, в якій різні галузі мають відмінну за тривалістю структуру капіталу. Найбільшою проблемою в цій схемі, згідно австрійської школи, є неконтрольована система грошової пропозиції, яка призводить до зниження процентних ставок в окремі періоди, тим самим заохочуючи циклічні коливання.

Ще до виходу «Загальної теорії...» у 1936 р. монетарні аспекти фінансової нестабільності були продемонстровані І.Фішером 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 усій 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 в рамках моделі IS-LM

заклали базову структуру макроекономічної теорії, в 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 тільки реальні та грошові шоки, до яких економіка пристосовується через процентні ставки та обсяги випуску. Ця модель допускає наявність пастки ліквідності та те, що інвестиції та заощадження врівноважуються процентними ставками, а змінні – реальні, а не номінальні.

Однак, в світлі глобальної фінансової кризи актуальним є, на думку В. Вайта, повернення до дискусії між Дж. Кейнсом та Ф. Хаєком. В. Вайт вважає за доцільне зробити декілька 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, в структурі якої фінансовий сектор відіграє важливу роль, навіть якщо він і привносить в економіку ендегенну нестабільність. По-третє, циклічні коливання викликаються не тільки відхиленнями сукупного попиту від рівноважної траєкторії випуску, а також і фінансовим сектором. Коливання вартості активів, кредитний цикл, цикл утворення заборгованості у приватному секторі є 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 тою, яка сформувалась напередодні кризи і була викривлена під дією низьких процентних ставок, експансії кредиту та лівереджу [6; 7].

Слід визнати, що кейнсіанська традиція нехтування фінансовим сектором була піддана критиці ще М. Фрідменом. Саме із розвитком фінансового сектора кейнсіанський підхід не може бути прийнятий як надійний дороговказ для

практичної макроекономічної політики, оскільки зростаюче 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 саме головне, допустити коливання процентних 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, взята на озброєння монетаристською теорією грошової пропозиції, а кредити створюють депозити. Зміна уявлення про структуру монетарних процесів в посткейнсіанській традиції напряму пов'язана із тим, що фінансове посередництво перетворюється на об'єкт аналізу. Фінансовий сектор є самостійним елементом в 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].

В 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 розглядаються в контексті потенційних дестабілізуючих наслідків для економіки та фінансової системи. Такий висновок можна зробити, виходячи із твердження Н. Калдора про те, що наявна грошова маса в економіці з кредитними грошима є відображенням рівно тієї суми номінальних платіжних засобів, яку хочуть мати економічні агенти в даний час [11]. Подібне твердження явно іде в розріз із тим, що на зміни в грошовій пропозиції може впливати центральний банк, а флуктуації грошової маси можуть викликати фінансові шоки, як це передбачає модель Брюннера-Мельтцера.

Дана прогалина була заповнена Ч. Кіндлбергером та Х. Мінскі. Спекулятивна складова, на думку Ч. Кіндлбергера, є в будь-якій фінансовій кризі, а особливо небезпечною такі кризи робить те, що спекуляції здійснюються у борг [14]. Х.Мінскі 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 передує підвищення частки спекулятивного та Понзі-фінансування у реальному та фінансовому секторі [15]. І Кіндлбергер, і Мінскі відзначають, що фактор ліквідності і процентні ставки є вкрай важливими чинниками розгортання фінансової кризи. Кожен з них визнав, що саме із такими похідними діяльності центробанків, як ліквідність та процентні ставки, слід пов'язувати поштовхи до фінансової нестабільності.

Розвиток мейнстріму монетарної теорії у 1990-х продемонстрував яскраво виражене випадіння із досліджень проблеми фінансової нестабільності. Неєфективна монетарна політика, що неспроможна забезпечити стабільність цін, та центральний банк, що не користується довірою, породжують фінансові дестабілізації через канали підвищення процентних ставок, коливання курсу національної валюти, вплив капіталу та спекуляції. Така постановка питання спиралась на цілий набір емпіричних фактів по гіперінфляційних кризах в Латинській Америці, реверсів курсу долара внаслідок реалізації асиметрично жорстких політик в США, Європі та Японії у 1985-1987 рр., кризі 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.

Рядом економістів, зокрема, Б. Бернанке та Ф. Мишкіним, було запропоновано 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, в їхньому розумінні, передбачає допустимість реакції на

шоки, які відхиляють фактичний ВВП від потенційного значення. Основними практичними принципами таргетування інфляції є: основним завданням центрального банку є забезпечення цінової стабільності, під яким розуміється коливання індексу споживчих цін в межах 2-2,5%; ціль діяльності центробанку чітко специфікується у вигляді оголошення тієї інфляційної величини, підтримання якої він буде вважати таким, що консистентний із ціновою стабільністю, або досягненням встановленого таргету; досягнення встановленої інфляційної цілі не передбачає використання проміжної цілі монетарної політики, оскільки зв'язки між ними можуть викривлюватись, мати нестабільний характер і, що найголовніше, давати статистичну похибку; замість проміжної цілі використовується внутрішній прогноз інфляції центрального банку, який може оголошуватись, а може не оголошуватись в залежності від режиму транспарентності; процентні ставки змінюються в залежності від зміни внутрішнього прогнозу інфляції у короткостроковому періоді, що дозволяє здійснювати монетарну політику із орієнтацією на очікувану інфляцію, а не на фактичну; інструментальна змінна політики обирається за принципом транспарентності та щільності зв'язку із прогнозними змінами інфляційних очікувань і оскільки цій ролі краще відповідають процентні 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 вище вказаному напряму виступили так звані нові інституціональні теорії фінансів, що покликані продемонструвати, як специфіка функціонування фінансового сектора може визначати циклічні коливання в економіці. Основний акцент тут робиться на тому, що: фінансові ринки породжують ряд імперфекцій, які є відмінними від традиційних кейнсіанських негнучкості цін і

зарплат, 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 процентних ставок; традиційний макроекономічний ринок грошей необхідно замінити ринком кредитів.

Однією з перших спроб показати, що процентні 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 і намагаються усі можливі обсяги коштів, призначені для кредитування, розподілити в певній пропорції між позичальниками з різним ступенем платоспроможності та надійності. Процентні ставки по кредитах не завжди спроможні визначати рівноважну величину кредиту, оскільки, наприклад, підвищення ставок заохочує зворотний відбір та моральний ризик, а зниження – погіршення якості кредитного портфелю. Тому банкам набагато вигідніше змінювати пропорції кредитних вкладень в розрізі позичальників з різною структурою ризиків, ніж маніпулювати процентними ставками. Вагомий висновок даної моделі – банки змінюють структуру раціонування кредиту відповідно до зміни власного фінансового стану, фінансового стану позичальників, агрегованих тенденцій на ринку, що визначаються фазою ділового циклу тощо. За змінами структури слідує зміна обсягів кредиту, що надається різним групам позичальників, що автоматично детермінує коливання ділової активності. Центральний банк не завжди спроможний вплинути на зниження коливань ділового циклу, у випадку, коли раціонування кредиту є ендогенним 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 в процесі функціонування кредитного ринку. Її основний зміст зводиться до того, що процентні ставки не є визначальним фактором досягнення рівноваги на кредитному ринку, 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 тільки процентних ставок, а також кредитних стандартів – додаткових вимог, що уможливають одержання кредиту за даного рівня процентних 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 виключно через процентні 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, дані моделі обмежуються тим, що розглядають їх як додаткові джерела циклічних коливань, але не як передумови фінансової нестабільності. З їх допомогою можна пояснити різке посткризове стиснення кредиту. Іншою специфікою даних моделей є те, що вони розроблені в контексті становлення у 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 інституціональні рішення, які би гарантували незалежність центрального банку; економічна динаміка визначається стохастичними шоками продуктивності, а хвилі зростання пов'язані із інвестиціями в інновації; економічні агенти є раціональними міжчасовими оптимізаторами і будують свої очікування відповідно до очікувань майбутнього; стабілізаційна політика буде ефективна тільки в тому випадку, якщо дотримання цінової стабільності не піддаватиметься компромісу; центральний банк, змінюючи процентні 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, є краще, 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 в 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 значимих 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 послідувача рецесія актуалізували питання про характер зв'язку між монетарною політикою та фінансовою стабільністю як з теоретичної, так і інституціональної точки зору. Проблема фінансової стабільності почала розглядатись під кутом зору, чи повинні бути включені у функцію реакцій коливання вартості активів. Постановка питання у такий спосіб сама по собі продемонструвала, що принаймні теоретично можливість впливу істотних змін вартості активів на інфляцію та ВВП-розрив допускалась. Визнання того, що фінансові стреси можуть погіршити результати реалізації монетарної політики, не залишило однозначності з приводу того, чи реакція на такі стреси буде оптимальною. В 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, отже не існує потреби ще якимось 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 в грошовій пропозиції, які мали дестабілізуючий характер для усієї 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 і привнеситиме додаткові коливання інфляції та ВВП [32].

Незважаючи на скептичне ставлення до необхідності завбачливого реагування на фінансові шоки в рамках теоретичної макромоделі нового кейнсіанства, в спільноті центробанків сформувалась практична відповідь на проблему, яка отримала назву «правила Грінспена». Під керівництвом А. Грінспена ФРС агресивно знижувала процентні ставки в момент криз ліквідності та обвалу ринку активів, після чого поступово відновлювала їх до попереднього рівня. Подібна схема простежується в реакціях на обвал американського фондового ринку у 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 Грінспена, 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 із 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 у 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 і 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 та стабільності, заохочуючи зниження процентних ставок. За зниженням ставок відбувається зміна поведінки фінансових посередників, яка полягає у появі феномену «пошуку доходності». В загальному це означає, що падіння ставок через пошук доходності заохочує ризикову поведінку, або ж спонукає фінансові установи конкурувати не за допомогою рівня процентних ставок, а за допомогою ставлення до ризику [33; 34]. Така поведінка може впливати на нагромадження вразливості і 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 коли дефляція викликається позитивними шоками продуктивності. Тобто центробанк, підтримуючи цінову стабільність і стикаючись із дефляційним шоком, намагається коректувати цінову динаміку вгору через зниження процентних ставок та експансію ліквідності. У такий спосіб створюються сприятливі передумови для появи негативних проявів у поведінці у сфері фінансового посередництва. Зростаюча фаза кредитного циклу легко перетворюється у кредитний бум. Експансія ліквідності призводить до швидкого зростання вартості активів, траєкторія яких переростає у 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 дана 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 в процес нагромадження фінансових дисбалансів, то уся фінансова система починає заохочувати їх відтворення аж поки не дійде до так званих точок Мінські, за якими слідує 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 покликано краще відобразити сукупність зв'язних ланок між рішеннями центрального банку і 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 представлені у табл. 1.

Таблиця 1.

Монетарна політика та фінансова нестабільність в розрізі основних напрямів макроекономічної теорії

	Роль цінової стабільності у 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 не достатня	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
Посткейнсіанство	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 не достатня	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 процентних ставок внаслідок низької і стабільної інфляції і їх подальшого падіння знижує ефективність монетарної політики, то, можливо, дещо вищий рівень інфляції буде більш оптимальний, оскільки означатиме і більш високі ставки, зниження яких із стабілізаційною метою не буде сягати нульової відмітки [41]. Прихильники німецької традиції, виразником якої є О.Ізінг, констатують, що причину у фінансовому колапсі та у проблемах із наближеними до нуля ставками слід шукати не в рівні інфляції, а в тому, що кількісний погляд на монетарну політику був відкинутий в 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 із наслідками фінансової кризи є більш складною, ніж стабілізація інфляції з 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.: ЭКОНОВ, 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. Bernarke 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.