

**П.І. Юхименко**

*Кандидат історичних наук, доцент*

## **ОСНОВОПОЛОЖНА ПАРАДИГМА НОВИХ МОНЕТАРИСТІВ**

Сучасна монетарна теорія є однією з найвпливовіших в економічній науці, оскільки сучасний монетаризм поєднує в собі всі економічні доктрини, що надають грошам першочергового значення та пов'язані з розробкою грошово-кредитної політики і спрямовані на регулювання грошової маси в обігу. Всі вони надто неоднорідні. Одні ґрунтуються на головній течії, фундамент якої визначають постулати неокласичної школи, але є й інші напрями, наприклад, кейнсіанство або інституціоналізм. Що стосується монетаристів, то вони є прихильниками неокласичної школи з її ліберальною ідеологією, яка стала визначальною з позиції МВФ в галузі економічної політики.

В Україні, незважаючи на досягнення стабільності національної грошової одиниці, гостро стоїть питання формування фінансового ринку і його інститутів, які б забезпечили взаємозв'язок монетарної політики і державних фінансів як стимулу стійкого економічного зростання. В основу розвитку сучасної монетарної теорії покладено факт її ґрунтування на інституціональному аналізі. Новий підхід відповідає сучасній інституціональній теорії, для якої інститути (у цьому випадку – банки) та їх діяльність мають для економічного аналізу не менш важливе значення, ніж функціональні зв'язки, якими оперують традиційні мікро- і макромоделі. На думку представників такого напрямку монетарної теорії, головна причина останніх невдач макроекономічної політики полягає у нездатності зрозуміти ключові аспекти фінансових інститутів та їхніх змін. Це перш за все рецесія 1991 р. у США і глибокі кризи у Східній Азії<sup>1</sup>. Сюди ж можна віднести і невдачі монетарної політики в Україні у період трансформації її економіки.

В українській економічній літературі проблеми змісту й природи механізмів не лише взаємодії монетарної і фінансової політики, а й ролі фінансових інститутів у проведенні економічної політики сучасного монетаризму мало досліджені, а це призводить до того, що на практиці останній не забезпечує цілісного впливу на розвиток реального сектора національної економіки. За таких умов це дослідження набуває теоретичної актуальності та практичної значимості.

Окремі аспекти згаданої проблеми відбилися у працях українських і зарубіжних економістів-монетаристів. Найбільше привертають увагу праці Дж. Стігліца і Б. Грінуолда, які вперше обґрунтували “виклик”, що дає змогу говорити про нові напрями в монетарній теорії<sup>2</sup>, зокрема: А. Гальчинського, який у своїх працях аналізує проблеми довготермінової перспективи стабілізаційних процесів у грошовій сфері України; В. Лагутіна, котрий висвітлює теоретичні основи питання взаємодії монетарної політики та державних фінансів; Т. Рачишиної, яка досліджує основні підвалини у проведенні грошово-кредитної політики та специфіку використання монетарних інструментів у країнах із трансформаційною економікою, окремі проблеми монетизації економіки України та співвідношення фінансових активів до ВВП розкривають Ю. Пахомов, О. Євтух, А. Чухно та ін.<sup>3</sup>

Не претендуючи на вичерпність теми, автор ставить за мету розкрити нові підходи до ролі банківського кредиту в сучасній теорії монетаризму, порівняти її з традиційними підходами моделі монетарної економічної теорії і показати зміну фокуса монетарної політики, а в самому аналізі використати насамперед такі категорії інституціональної теорії, як раціональне кредитування, недосконалість і втрати інформації та на основі узагальнень зробити відповідні висновки.

На противагу теоретикам ортодоксальної теорії монетаризму представники її нової течії підкреслюють, що особливе значення для функціонування ринкової системи мають процеси кредитування, а не просто грошові трансакції і грошова маса, що обслуговує їх. Якщо виходити з традиційного підходу монетаристської теорії, який ґрунтується на трансакційному попиті на гроші, то, на думку “нових монетаристів”, ми не отримуємо відповіді на питання, чому гроші важливі. Відповідно до моделі монетаристської економічної теорії для контролю економіки достатньо відстежувати пропозицію грошей, оскільки існує стійке і просте співвідношення їх пропозиції та зростання ВВП за умови, що попит на гроші стійкий і швидкість обігу незмінна<sup>4</sup>. Тому головним об’єктом регулювання, за ортодоксальною теорією, є обсяг грошової маси в обігу. Його зміна за допомогою операцій на відкритому ринку (через купівлю і продаж казначейських векселів, а також завдяки зміні процентних ставок щодо цих цінних паперів) впливатиме на величину процентних ставок за банківськими кредитами, що і визначає рівень попиту на кредити, обсяг кредитування і, відповідно, масштаби інвестування в економіку країни. Більшість європейських країн в цій політиці дотримуються так званого правила Тейлора, за яким слід підвищувати процентну ставку на 1,5 % при зростанні інфляції на 1 % та знижувати її на 0,5 % при скороченні реального ВВП на 1 %<sup>5</sup>.

Іншою важливою рисою нових монетаристів є те, що вони роблять акцент не просто на значення грошової пропозиції, а на пропозицію кредитних фондів в умовах недосконалої (або асиметричної) інформації та ринку. У своїй праці Дж. Стігліц і Б. Грінуолд підкреслюють, що “ключем до розуміння грошової економіки є попит і пропозиція фондів для кредитування (loadable funds), які, у свою чергу, залежать від розуміння важливості й наслідків недосконалої інформації для банків”<sup>6</sup>. Недосконалість інформації породжує ризик, що призводить до зростання трансакційних витрат на пошук і придбання такої інформації. Тому ринок кредитів, де панує недосконала конкуренція, не схожий на ринок товарів (“аукціонний ринок”). Якщо процентна ставка останнього подібно до ціни будь-якого іншого товару встановлюється з метою балансу попиту і пропозиції, то процентна ставка ринку кредитів враховує ще й ризик, спроможність клієнтів повертати кредити, можливість їх банкрутства.

Якщо говорити про процент, то для банку це прибуток, для позичальника – зобов’язання оплати у майбутньому, які нерідко з різних причин порушуються. В Україні, наприклад, до сьогодні існують проблеми правового захисту банків і в окремих випадках немає механізму повернення кредитів, тому інформація про кредитну спроможність позичальника є досить важливою.

Трансакційні витрати на пошук інформації зростають в умовах рецесії або криз, щоб запобігти ризику, який знижує готовність банків надавати кредити. Згадаємо політичну кризу в Україні кінця 2004 р., коли банки спочатку підняли проценти кредитування, а потім на деякий період ввели їх обмеження. У цей період дефіцит грошової маси не компенсувався навіть за допомогою звичних методів монетарної політики, спрямованої на збільшення грошової пропозиції внаслідок операцій на відкритому ринку.

Саме тому більшість провідних банкірів виправдовують такі заходи. Це стан фінансового посередника, коли просто не вистачає ліквідних активів. “Усе було б у порядку, – підкреслює Дж. Тобін, – якби можна було мати продовження, аби до тих пір, поки не вдалося б віднайти покупця (або кредитора), або, насамкінець, до тих пір, поки не відновляться нормальні ринкові умови”<sup>7</sup>. Впроваджені заходи Центрального банку України сприяли захисту фінансових посередників від банкрутства до періоду стабілізації. І це з економічної точки зору правильно. Адже банкрутство банку означає не просто вибуття з ринку неефективної фірми, а й руйнацію інформаційного та організаційного капіталу, яка призводить до глибоко негативних наслідків для економіки в цілому та її “кровоносної системи” – банків. Адже сучасна кредитна система забезпечує багатство націям і дає змогу створювати постійні грошові потоки їх громадянам. Про це свідчить той факт, що лише банківські кредити в таких країнах становлять 90–100 % створеного ВВП<sup>8</sup>. В нових умовах посилюється макроекономічне навантаження і на українську банківську систему, оскільки темпи зростання виробництва та інвестицій більшою мірою залежать від банківських кредитів. Це відчула на собі й економіка України, коли щорічно до 2003 р. кількість ліквідованих банків становила більше десяти (1996 – 11; 1997 – 10; 1998 – 16; 1999 – 11; 2000 – 9; 2001 – 9; 2002 – 12)<sup>9</sup>. Саме тому, на думку представників нових монетаристів, фокус монетарної політики зміщується з трансакційної функції грошей на роль монетарної політики в її впливі на пропозицію кредиту. У своїх економічних дослідженнях вони підтверджують, що: грошові шоки викликають довготривалий вплив (з досить великим лагом) на рівень виробництва; процес поширення впливу триває довше періоду самого шоку; існує довготривала кореляція між рівнем виробництва у найближчій перспективі і майбутньою інфляцією<sup>10</sup>.

Як і більшість економістів, нові монетаристи високо оцінюють роль і значення монетарної політики як інструментарію державного макроекономічного регулювання економіки. Порівняно з прямими бюджетними витратами (тобто бюджетним регулюванням) її перевага полягає в тому, що це менший, на їхню думку, “інформаційний тиск” для уряду. Для алокації додаткових ресурсів, які з’являються внаслідок їх недовикористання в економіці, включаються в економічне життя ринкові механізми – банки, їх інформаційні ресурси. Як відомо, у банківських кредитів значно більший мультиплікатор, тобто коефіцієнт впливу на подальше збільшення (або зменшення показників економічного зростання). У цих положеннях з ортодоксальною теорією монетаризму розходжень по суті немає. Їх спостерігаємо у механізмі впливу монетарної політики на економіку. Його перегляд,

на думку нових монетаристів, зумовлює й обережніше ставлення до такої політики в кожній конкретній ситуації.

У своїй економічній аргументації нові монетаристи, на відміну від ортодоксальних, зовсім не розглядають такий важливий інструмент монетарної політики, як дисконтний або обліковий процент, що встановлюється центральним банком. Відомо, що зміна його ставки обернено пропорційно впливає на надання комерційними банками кредитів реальному сектору економіки. Таку обставину можна вважати за недолік сучасної монетарної теорії. Разом з тим це явище можна пояснити існуванням в економічній науці двох тлумачень монетарної політики. Перше включає широкий набір заходів впливу на грошово-кредитну сферу: операції на відкритому ринку, зміни облікової ставки, резервних вимог раціонування кредиту і т. п.<sup>11</sup>; друге тлумачення вужче, воно стосується лише впливу на обсяг грошової маси, який здійснюється за допомогою операцій на відкритому ринку<sup>12</sup>. Нові монетаристи дотримуються останнього тлумачення монетарної політики, що, власне, і пояснює вказаний недолік.

Слід зауважити, що такий підхід відображено і у фундаментальних економічних виданнях П. Самуельсона, С. Фішера, Р. Дорнбуша та Р. Шмалензі<sup>13</sup>. Хоча досвід показує, що такі важливі інститути, як центральні банки надто активно використовують саме цей інструмент монетарної політики. Так, в умовах уповільнення економічного зростання на зламі століть, з початку 2001 р. в США, Японії і країнах Європи відбувалося безперервне зниження офіційних облікових ставок. В Америці вона знизилася з 5 % у 2001 р. до 1,25 % у 2002 р.; в Японії – з 0,25 до 0,10 %; у країнах Європи – з 4,74 до 2,75 %<sup>14</sup>.

Отже, для нових монетаристів головний інструмент монетарної політики – це операції на відкритому ринку, коли центральний банк здійснює купівлю або продаж державних цінних паперів (казначейських векселів T-bills) з метою збільшення або скорочення грошей в обігу. Останнє має вплинути на стан банківських резервів і на банківські процентні ставки.

Загалом, не заперечуючи інших інструментів монетарної політики, таких як зміна резервних вимог, а також стандарти достатності капіталу, нові монетаристи вказують на неоднаковий їх вплив на грошову пропозицію, з одного боку, і на пропозицію кредитів, поведінку банків – з іншого. Саме тому між процентами за кредитами і процентами за казначейськими векселями (T-bills) може виникнути розрив – спред. З позицій традиційної монетаристської теорії вплив монетарної політики на сукупний попит здійснюється через вплив на інвестиції, які стимулюються заміною процентних ставок за кредитами, що відбивається на зміні процентних ставок за T-bills. Нові монетаристи вказують й на інший бік впливу. “Монетарна політика впливає і на пропозицію кредитних фондів, і разом з раціонуванням кредитування саме цей ефект, а не зміна ставок за T-bills, має важливе значення. Навіть за відсутності раціонування кредиту спред між ними може змінюватися. Тому вплив на позички, особливо на інвестиційні цілі, може бути значно більшим або меншим, ніж слід очікувати лише на підставі зміни процентів за T-bills”<sup>15</sup>.

Розглядаються різні канали впливу підвищення процентних ставок за T-bills на пропозицію кредитів: зміна вартості активів, які знаходяться у

портфелі банку; посилення невизначеності щодо виплат існуючих позичок; зростаючий ризик пов'язаний з новими позичками, що, власне, й спостерігалось під час політичної кризи 2004 р. в Україні: в умовах рецесії намагання запобігти ризику і зростанню витрат інформації знижується готовність банків надавати кредити, що не компенсується зниженням ставок за T-bills. Тому, на думку нових монетаристів, зв'язок між пропозицією грошей і кредитами, між ставками за казначейськими векселями і процентами за позичками незначний. В умовах невизначеності і криз звичайне співвідношення цих величин (спред) порушується і може значно збільшуватися. Проте саме ставки, за якими надаються кредити, визначають рівень економічної активізації, а не ставки за казначейськими векселями.

Головна причина вказаної диспропорції полягає в тому, що шоковий стан економіки змінює саму основу структурних відносин. У таких умовах навіть середня ставка за позиками не забезпечує достатньої адекватної оцінки для виміру витрат капіталу, пов'язаних з ризиком. Проблема полягає в тому, — підкреслюють Дж. Стігліц і Б.Грінуолд, — “...що важко визначити точно, якою мірою збільшення спреду між процентними ставками за позиками і казначейськими векселями викликане збільшенням ризику або бажанням запобігти ризику (чи збільшенням асиметричності інформації або різницею у рівні довіри)”<sup>16</sup>. На практиці це означає, що звичні інструменти монетарної політики, спрямовані на підвищення процентної ставки, наприклад з метою обмеження інфляції або залучення іноземного капіталу, можуть не досягнути своєї цілі не тому, що не зачіпають справжніх причин і наслідків реального господарського безладдя, а ще й можуть їх поглибити. Приклад країн з трансформаційною економікою підтвердив цей факт.

Значимість таких висновків представників нової теорії стосовно особливостей монетарної економіки і монетарної політики важлива для країн з транзитивною економікою. У більшості цих країн лише формуються ринкові інститути, у тому числі фінансові, роль яких, на думку нових монетаристів, особливо значна, а переміщення міжнародного капіталу робить їх надто чутливими до його припливу або відтоку. На базі цих висновків вчені критично оцінюють заходи економічної політики, яка в останнє десятиріччя здійснювалася під впливом МВФ. Її “одномірність” провокувала поспішне дерегулювання фінансових ринків і ринків капіталу у країнах, що розвиваються, посилювала вразливість їх економіки. Це якраз ті моделі, які недостатньо враховували специфіку кредитних механізмів, включаючи їх вплив на дефолти, що призвело до значної недооцінки глибини спадів і сприяло таким діям у політиці, які робили ці спади ще глибшими та довготривалішими. Яскравим прикладом прояву такої тенденції були постсоціалістичні країни під час трансформаційної кризи. На думку Г. Колодко, це наслідок “нехтування інституціональних підходів у монетарній теорії, важливої ролі створення інститутів для ефективного функціонування і розвитку ринкової економіки”<sup>17</sup>.

Автори сучасних поглядів у монетарній теорії пропонують новий підхід у питанні лібералізації фінансових ринків і доступу іноземних банків у країни, що розвиваються. У таких умовах важливою є роль державних інституцій. Застосовуючи різні методи нормативного регулювання (наприклад, вимо-

ги щодо достатності власного капіталу), в окремих випадках вони можуть посилити кризовий стан економіки, сприяти банкрутству банків, які ще здатні забезпечувати кредитування інвестицій. Створення ж іноземних банків мають як позитивні, так і негативні наслідки. До позитивних відносять: створення нових кредитних інститутів; сприяння ефективнішій алокації кредитних ресурсів завдяки іноземній експертизі; до негативних належать: недостатність врахування іноземним капіталом місцевих умов і потреб, особливо малих та середніх підприємств. Тому слушною для України є пропозиція авторів даних підходів про прийняття спеціального закону, який зобов'язував би банки надавати визначений процент позик у межах певного регіону відповідно до його специфічних потреб. Спеціальні режими регулювання банківської діяльності державою в сучасних умовах визначаються іншими чинниками: адже банки як важливі фінансові інститути виступають агентами у проведенні грошово-кредитної політики, відіграють важливу роль у пропозиції грошей.

Важливість таких інститутів як банки спонукала представників нового монетаризму і до розв'язання проблем банківської реструктуризації в умовах окремих випадків банкрутства або під час системної кризи. Особливо остання, на думку авторів сучасного монетаризму, передбачає обов'язкове збереження існуючого менеджменту, оскільки вірогідність того, що проблема зумовлена незадовільним управлінням, як і вірогідність віднайти кращий менеджмент, мала витрати на будь-яке потрясіння, пов'язане зі зміною менеджменту, значно вищі. Слід також прагнути до якомога швидшого розв'язання проблеми, оскільки макроекономічні наслідки зволікання набувають першочергового значення. Тому окремі дослідники вважають, що ефективніше розв'язуватимуть проблеми комерційні банки, які "керуючись ринковими принципами при відборі напрямів інвестування, можуть успішніше вирішувати завдання ефективного перерозподілу фінансових потоків між галузями і підприємствами для забезпечення максимальної віддачі від інвестицій"<sup>18</sup>.

Такі думки були покладені в основу дій керівництва МВФ під час фінансової кризи в Південно-Східній Азії. Ми не ставимо за мету деталізувати цю критику, проте відзначимо основні причини неправильних, на думку нових монетаристів, рекомендацій щодо жорсткої монетарної і бюджетної політики. Це, по-перше, неспроможність визнати основну роль кредиту та інститутів, які надають кредит і, по-друге, зрозуміти загрозу банкрутств, викликаних різким зростанням процентних ставок з подальшим скороченням припливу капіталу замість його збільшення. Їх (МВФ – *Авт.*) програми були не в змозі визнати важливість збереження в цілому кредитної системи, стратегічна функція якої "полягає у виявленні найбільш перспективних потенційних інвесторів і наданні грошових засобів найбільш перспективним із них"<sup>19</sup>.

Таким чином, суть монетарної політики зводиться до таких узагальнень:

- 1) рівень жорсткості монетарної політики не завжди може вимірюватися ставками реальних процентів, доступністю кредитів; в умовах же раціонування кредитів попит зовсім не має значення, важлива лише їх пропозиція;

- 2) реальною процентною ставкою, яка має значення для економічної активності, є тільки *процент за позиками*, причому спред між цим процентом і процентами за T-bills може значно коливатися;
- 3) виходячи з того, що *банки* відіграють головну роль у наданні кредитів, слід розуміти, як впливають на них різні методи економічної політики, у тому числі процеси дерегулювання і лібералізації. Тут не можна опиратися просто на стандартну парадигму конкуренції. Нині загальноновизнано, наприклад, що швидка лібералізація капіталу ризикована. Зростання кредиту, яке розпочалося в Україні з 2000 р., стало можливим завдяки одночасній дії декількох факторів:
  - швидкому й успішному відновленню української банківської системи;
  - зростанню числа потенційно кредитоспроможних позичальників внаслідок активізації промислового виробництва і підвищення рівня доходів;
  - стабілізації валютного курсу, що зробило не вигідним для банків тримати значні активи у валюті;
  - обмеженості альтернативного кредитування економіки у зв'язку із “замороженням” ринку державного боргу.
- 4) впровадження у практику регулятивної політики, подібно до монетарної, має базуватися на теорії *поведінки банків*. Зокрема, чітке дотримання стандартів достатності капіталу може бути контрпродуктивним, змушуючи банки іноді брати на себе підвищені ризики. Тому, на думку нових монетаристів, ефективнішим є альтернативний підхід, який ґрунтується на теорії портфеля активів. Він передбачає цілий набір регулятивних заходів, що впливають як на стимули, так і на можливості надання кредитів;
- 5) органи державного регулювання мають особливо уважно ставитися до наслідків значних змін у процентних ставках, а від національних урядів інколи слід вимагати *забезпечення кредиту на обґрунтованих умовах* для тих груп, становище яких може особливо погіршитися в період жорсткішої кредитної політики;
- 6) важливо зрозуміти небезпечність *банкрутства* – змінної найважливішого значення. Жорстка монетарна політика, здатна збільшити кількість банкрутств, викликає відтік капіталу з країни і врешті-решт знижує валютний курс. Більше того, значне підвищення процентних ставок може різко підвищити рівень банкрутств, тоді як їх зниження зовсім не обов'язково відновлює життєдіяльність збанкрутілих банків.

---

<sup>1</sup>Stiglitz J., Greenwald B. Towards a New Paradigm in Monetary Economics. – Cambridge: University Press, 2002. – P. 4.

<sup>2</sup>Stiglitz J., Greenwald B. Towards a New Paradigm in Monetary Economics. – Cambridge: University Press, 2002. – 336 p.

<sup>3</sup>Гальчинський А. Монетарна складова стратегії економічного розвитку // Економіка України. – 2002. – № 7. – С. 4–8; Євтух О.Г. Система законів грошей і принципи їх використання // Фінанси України. – 2004. – № 3. – С. 27–34; Лагутін В. Монетарна політика і державні фінанси // Економіка України. – 2001. – № 7. – С. 10–17;

*Осадчая И.* МВФ и “новый монетаризм” Стиглица // *Мировая экономика и международные отношения.* – 2003. – № 12. – С. 105–111; *Радчишина Т.* Монетарна політика та стабілізаційні процеси в постсоціалістичних економіках // *Вісник Терноп. акад. нар. госп.* – 2004. – Вип. 2. – С. 16–25; *Чухно А.А.* Постіндустріальна економіка: теорія і практика та їх значення для України. – К.: Логос, 2003. – 632 с.

<sup>4</sup>*Фридмен М.* Количественная теория денег. – Эльф-Пресс, 1996. – С. 20.

<sup>5</sup>*Taylor J.* An Historical Analysis of Monetary Policy Rules. – Chicago: University of Chicago Press, 1999. – P. 118–139.

<sup>6</sup>*Stiglitz J., Greenwald B.* Towards a New Paradigm in Monetary Economics. – Cambridge: University Press, 2002. – P. 2.

<sup>7</sup>*Тобин Дж.* Финансовый посредник / Экономическая теория. – М.: ИНФРА – М, 2004. – С. 340.

<sup>8</sup>*Євтух О.Г.* Система законів грошей і принципи їх використання // *Фінанси України.* – 2004. – № 3. – С. 32.

<sup>9</sup>*Послання Президента України до Верховної Ради “Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2003 році”.* – К.: Інформ.-видав. центр Держкомстату України, 2004. – С. 420.

<sup>10</sup>*Голиченко О.Г.* Денежная теория: основные идеи, наука и тенденции развития // *Экономическая наука современной России.* – 2003. – № 3. – С. 16.

<sup>11</sup>*Федоров Б.* Новый англо-русский банковский и экономический словарь. – М.: Экономика, 2001. – С. 452; *Економічна енциклопедія: У 3-х т.* – Т. 1. – К.: Вид. центр “Академія”, 2001. – С. 347.

<sup>12</sup>*Финансы.* Оксфордский толковый словарь. – М.: Экономика, 1997. – С. 262.

<sup>13</sup>*Самуэльсон П.* Экономикс. – М.: Экономика, 1999. – С. 345; *Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р.* Экономика. – М.: Экономика, 1993. – С. 498.

<sup>14</sup>*Осадчая И.* МВФ и “новый монетаризм” Стиглица // *Мировая экономика и международные отношения.* – 2003. – № 12. – С. 107.

<sup>15</sup>*Stiglitz J., Greenwald B.* Towards a New Paradigm in Monetary Economics. – Cambridge: University Press, 2002. – P. 175.

<sup>16</sup>*Ibit.* – P. 201.

<sup>17</sup>*Колодко Г.* Институты, политика и экономический рост // *Вопросы экономики.* – 2004. – № 7. – С. 39.

<sup>18</sup>*Саркисянц А.* О роли банков в экономике // *Вопросы экономики.* – 2003. – № 3. – С. 92.

<sup>19</sup>*Тобин Дж.* Финансовый посредник. Экономическая теория / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2004. – С. 332.