

УДК : 336.74-021.387

Я. О. Коріньок, аспірантка
ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”[®]

ЦІЛЬОВА СПРЯМОВАНІСТЬ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

Стаття присвячена дослідженню впливу монетарної політики на фінансову стабільність. Зокрема проаналізовано вплив зміни центральними банками процентних ставок на кредитний цикл і вартість активів. Досліджено основні фактори, що здійснюють стримуючий ефект на трансмісійний механізм монетарної політики. Розглянуто підходи до ролі монетарної політики в системі забезпечення фінансової стабільності.

Ключові слова: монетарна політика, фінансова стабільність, процентна ставка, фінансові дисбаланси, фінансовий цикл, ціна активів.

Постановка проблеми. Загальновідоме розуміння грошово-кредитної політики зводить її роль лише до підтримання стабільності національної грошової одиниці та стійкого економічного зростання шляхом визначення умов, що впливають на попит та пропозицію грошового ринку. В останні десятиліття таргетування інфляції було ефективним інструментом підтримання не лише цінової, а й фінансової стабільності. Саме тому в докризовий період домінувала думка, що цінова та фінансова стабільність перебувають у прямій залежності, тобто шляхом підтримання засобами монетарної політики низького рівня інфляції забезпечується й фінансова стабільність. Проте глобальна фінансова криза продемонструвала, що це твердження є помилковим, а зростання дисбалансів, що формують загрозу кризи всієї фінансової системи, може відбуватися й в умовах стабільного економічного зростання та низького рівня інфляції. Тож, у посткризовий період надзвичайно актуальним є питання перегляду центральними банками грошово-кредитної політики в напрямку забезпечення фінансової стабільності та створення заходів з попередження накопичення фінансових дисбалансів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. На сьогодні, зазначена тематика мало досліджена вітчизняними науковцями. Тож у даній статті проаналізовано переважно дослідження зарубіжних вчених, зокрема таких, як К. Боріо, Є. Філардо, В. Вайт, Б. Бернанке, Ф. Смітс, І. Герхард.

Мета статті полягає в дослідженні впливу грошово-кредитної політики на фінансовий сектор економіки, зокрема шляхом використання інструмента процентних ставок.

Виклад основного матеріалу. В останні роки питання розширення мандату центральних банків і включення до його основних цілей забезпечення фінансової стабільності набуває дедалі більшої актуальності. Звичайно, фінансова стабільність є прямим об'єктом впливу макропруденційної політики. Проте її неможливо досягти без взаємоузгодження з іншими складовими загальної економічної політики держави, зокрема з грошово-кредитною політикою. Тож у своєму дослідженні ми розглянемо монетарну політику як непрямий інструмент впливу на фінансову стабільність.

Використання монетарною політикою макроекономічних інструментів, таких як регулювання короткострокових процентних ставок, не лише забезпечує функціонування режиму інфляційного таргетування, а й створює потенціал для фінансової стабільності [5, с. 8]. Так, зміна процентних ставок впливає не лише на сукупний попит і пропозицію на грошовому ринку, а й на кредитний цикл, шляхом впливу на доступність кредиту та умови кредитування, ціни активів, вимоги до забезпечення, схильність до ризику, вартість фінансового посередництва [11, с. 236; 12, с. 12–13; 14, с. 19–20]. Схематично вплив грошово-кредитної політики на фінансову стабільність зображений на рисунку 1. Розглянемо більш детально вплив низьких процентних ставок і їх підвищення на фінансовий сектор економіки.

Довгий період низьких процентних ставок призводить до розширення банками своїх балансів, скорочення вимог до позичальників і пошуку високих прибутків, незважаючи на високі ризики [10, с. 52]. Зниження процентних ставок завжди супроводжується експансією ліквідності, яка призводить до швидкого росту вартості активів, спричинюючи дисбаланси. Тобто не збільшення вартості активів призводить до збільшення обсягів кредитування, а експансія кредиту стимулює інфляцію вартості активів [1, с. 284].

Зростання процентних ставок може стимулювати банки до прийняття більшого ризику, з метою отримання більшого доходу, шляхом скорочення вимог до позичальника. Особливо це характерно для передкризового періоду, коли конкуренція обмежує вплив облікової ставки на ставки по кредитах комерційних банків [16, с. 23–24]. Жорстка монетарна політика також завжди впливатиме на зниження вартості активів, що є ефективним інструментом у попередженні роздування цінових бульбашок.

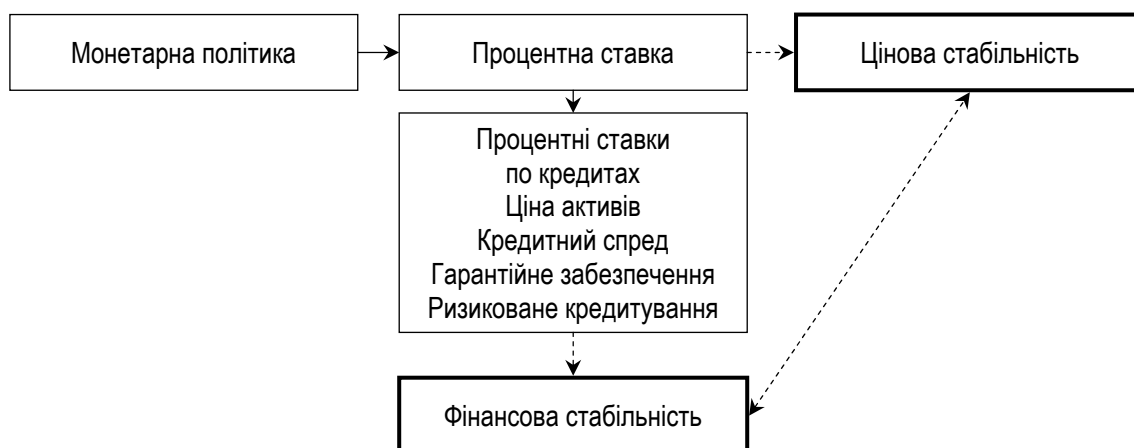


Рисунок 1 – Механізм впливу грошово-кредитної політики на фінансову стабільність

Підвищення процентних ставок сприяє притоку іноземного капіталу та підвищує попит на національну валюту, у результаті чого зростає курсова вартість національної грошової одиниці [7, с. 4].

Тобто, з наведеного вище, можна зробити висновок, що грошово-кредитна політика може не лише мати стабілізуючий вплив на фінансовий сектор, але й стимулювати фінансових посередників до більш ризикованої поведінки та нарощення системного ризику.

Практика багатьох країн показує, що в період економічного буму, який супроводжується зростанням фінансових дисбалансів, найбільш ефективною буде жорстка монетарна політика. Вибір режиму монетарної політики під час економічного спаду є більш спірним питанням, хоча все ж частіше використовується політика “дешевих грошей” [8].

Характерною особливістю глобальної фінансової кризи 2007–2008 рр. стало те, що за відносної цінової стабільності та сталого росту виробництва відбувалося нарощування цінових бульбашок. Зважаючи на те, що макропруденційні інструменти, зокрема LVR, мають обмежений вплив на інфляцію ціни (знецінення) активів і кредитний цикл, то допомога грошово-кредитної політики може бути ефективним засобом у досягненні цілі фінансової стабільності.

Проаналізувавши ряд наукових робіт, можемо стверджувати, що трансмісійний механізм грошово-кредитної політики в рамках впливу на фінансову стабільність є доволі нечітким і менш явним, ніж на цінову стабільність. Оскільки сила його впливу та характер, стабілізуючий чи дестабілізуючий, залежатимуть головним чином від зовнішніх чинників і від фінансового циклу.

По-перше, самі по собі монетарні інструменти будуть малоефективними в тих випадках, коли дестабілізація фінансової системи виникає з причин, не пов'язаних із ліквідністю, чи коли зміна вартості активів відбувається проти інфляційного (фінансового) циклу.

По-друге, грошово-кредитна політика впливає на всю економіку, і намагання направити її на конкретний перегрітий сектор економіки чи попередження формуванню бульбашки активів вимагатимуть значної зміни процентних ставок, що може призвести до негативних наслідків в інших сегментах, а також призвести до зменшення виробництва, зростання безробіття в цілому.

По-третє, якщо є доступ до дешевого капіталу за кордоном, вплив від зростання процентних ставок може бути меншим, ніж передбачалося.

По-четверте, значна зміна премії за ризик під час економічних шоків може зменшити або повністю нівелювати вплив процентних ставок на зростання кредитування та вартість активів [9].

До того ж, у країнах з відкритою економікою, грошово-кредитна політика матиме менший вплив на довгострокові ставки та ціни на активи, тоді як вплив на валютний курс буде значним. Високі процентні ставки можуть спонукати приплив капіталу та запозичення в іноземній валюті, що і прослідковувалось у Східній Європі напередодні кризи. Коли ж під час економічного спаду центральні банки знизили ставки, це призвело до погіршення валютного курсу разом з усіма негативними наслідками [15, с. 1 099–1 101].

Довгострокова глобальна фінансова інтеграція послабила внутрішній монетарний контроль. Колишній голова ФРС Бен Бернанке стверджував, що глобальне перенасичення заощадженнями знижує довгострокові процентні ставки в розвинених країнах, послаблюючи їх зв'язок з короткостроковими ставками та вплив на ціни активів [4]. Цей ефект обмежує потенційну роль монетарної політики в забезпеченні фінансової стабільності.

На сьогодні питання доцільності посилення ролі грошово-кредитної політики в забезпеченні фінансової стабільності під час кредитних бумів і бумів активів набуває все більшої актуальності серед вчених та політиків усього світу. Так, сформувалися два протилежні погляди на це питання, які описуються двома англійськими дієсловами – “lean or clean” (схилитися чи очистити). Тобто, чи повинна монетарна політика вжити необхідних заходів для протистояння ціновим бульбашкам до виникнення кризи, чи лише очистити економіку після того, як бульбашка лопне, тобто подолати наслідки [2].

Перший підхід (“clean”) був домінуючим до глобальної фінансової кризи. Відповідно до цієї точки зору грошово-кредитна політика

не повинна реагувати на кредитні буми та буми активів, за винятком випадків, коли вони можуть впливати на інфляцію. Цей підхід передбачає, що у разі збою фінансового циклу грошово-кредитна політика зможе “очистити” реальний сектор економіки, а її посилення призведе лише до неприйнятних витрат для економіки в цілому. А в період економічного спаду мікро- та макропруденційні інструменти самостійно можуть ефективно обмежити ступінь вразливості фінансової системи.

Цей підхід в економіці отримав назву “Правило Грінспена”, що звучить таким чином: “Центральний банк не повинен реагувати в період роздування бульбашок”. Тобто відповідно до цього правила центральні банки не повинні вживати жодних заходів до моменту настання системної кризи ліквідності, після чого зниження ставок разом із вливанням ліквідності повинно нормалізувати фінансову систему, зокрема діяльність фінансових посередників [13, с. 63–64; 17].

Звичайно, грошово-кредитна політика була найбільш ефективним інструментом у подоланні макроекономічних імпульсів, викликаних вибухом іпотечної кризи у 2007 р. Більшість центральних банків розвинутих країн знизили облікову ставку до майже нульового рівня з метою відновлення економіки. Цей інструмент разом із нетрадиційними заходами грошово-кредитної політики, безумовно, допоміг запобігти глобальній депресії. Зрозуміло, що без застосування зазначених інструментів ситуація була б набагато гіршою. Однак глибина падіння економіки змусила замислитися про те, що обрана стратегія, за якої фінансовій бульбашці дають можливість розростатися, а конкретні заходи вживаються лише для того, щоб подолати її наслідки, не є ефективною та життєздатною [3]. Таким чином, виникає необхідність створення заходів із попередження накопичення фінансових дисбалансів, які в результаті можуть призвести до системної кризи.

Другий же підхід (“lean”) набув актуальності після глобальної фінансової кризи, що пояснюється такими причинами:

- 1) політики були здивовані тим, що за стійкої стабільності цін, росту виробництва та зваженої фіскальної політики можуть виникнути настільки великі фінансові бульбашки;
- 2) збитки, яких зазнала економіка внаслідок глобальної фінансової кризи, виявилися набагато більшими, ніж очікувалося.

Даний підхід передбачає, що монетарна політика повинна мати у своєму арсеналі інструменти, що здійснюватимуть регулювання та стримуючий ефект на утворення фінансових бульбашок. Передбачається, що використання таких інструментів повинно бути узгодженим відповідно до довгострокової цінової стабільності. При цьому підвищення процентних ставок може бути ефективним інструментом для регулювання кредитних бумів з мінімальними витратами для економіки.

Цей підхід розглядає мікро- та макропруденційні інструменти як такі, що недостатні для стримування ризиків фінансової системи самостійно.

До основоположників даного підходу можна віднести таких вчених, як К. Боріо, Є. Філардо, В. Вайти, праці яких ми дослідили. В основі робіт цих авторів – твердження, яке суперечить більшості макроекономічних учень, а саме: низька та стабільна інфляція не є гарантом забезпечення фінансової стабільності, а, навпаки, призводить до нестабільності. Середовище за низького рівня інфляції та мінімізація коливань ділового циклу сприяють створенню атмосфери фінансової стабільності та безпеки, що, у свою чергу, заохочує зниження процентних ставок. Зрештою це призводить до появи феномена “пошуку дохідності”, тобто ситуації, за якої фінансові посередники конкурують за рахунок пошуку ризикованого доходу. Така поведінка може призвести до погіршення ліквідності, платоспроможності та підвищення вразливості фінансових посередників у разі настання шоків.

Таблиця 1 – Види грошово-кредитної політики в забезпеченні фінансової стабільності

Вид	“Clean”	“Lean”
Монетарна політика	Фінансова стабільність не є ціллю монетарної політики. Обмежений вплив на сферу кредитування та прийняття ризиків. Не має у своєму арсеналі інструментів для регулювання дисбалансів ринку активів	Фінансова стабільність є другорядною ціллю монетарної політики. Взаємодія з макропруденційною політикою. Уповільнення росту ціни активів відповідно до довгострокової цінової стабільності
Макропруденційна політика	Більш цілеспрямована та ефективна за грошово-кредитну політику для регулювання фінансової стабільності.	Є недостатньо ефективною для регулювання системних диспропорцій ринку активів
Взаємодія	Чіткий розподіл завдань і політичних рішень	Тісна взаємодія політик, що вимагає їх координації

Дослідження науковців у сфері цього питання продовжуються та набувають дедалі більшої актуальності. Проте варто зазначити, що другий підхід на сьогодні є домінуючим. Зокрема дослідження Банку міжнародних розрахунків вказує на те, що монетарна політика завжди повинна реагувати на фінансові дисбаланси [6, с. 37–38]. З цього приводу виникає консенсус, що фінансова стабільність повинна бути другорядною ціллю монетарної політики, але лише в тому разі, коли вона узгоджена з головною метою – ціновою стабільністю [18, с. 24].

Висновки. Глобальна фінансова криза змусила центральні банки переглянути монетарну політику з метою попередження в подальшому роздування фінансових бульбашок. Проте, якщо грошово-кредитна політика буде занадто довгий період переадресованою від своєї головної цілі – цінової стабільності, та значно від неї відхилятися, то існує ризик втрати довіри до неї та прозорості. Це може призвести до зменшення довгострокової ефективності монетарної політики в досягненні своєї головної цілі – цінової стабільності.

Монетарна політика при застосуванні режиму таргетування інфляції повинна враховувати характер та силу впливу трансмісійного механізму на фінансову стабільність і намагатися координувати його таким чином, щоб здійснювати стабілізуючий вплив на фінансовий ринок чи, принаймні, не стимулювати зростання фінансових дисбалансів, які можуть підірвати фінансову стабільність. Тобто центральним банкам необхідно все-таки включити фінансову стабільність до цілей монетарної політики, проте лише як другорядну і лише тоді, коли вона узгоджена з головною метою.

У свою чергу фінансова стабільність повинна залишатися пріоритетним об'єктом регулювання макропруденційної політики, яка з метою максимальної ефективності повинна тісно взаємодіяти з монетарною політикою, що вимагає їх прозорості.

Список літератури

1. Козюк В. Теоретические проблемы взаимосвязи между монетарной политикой и финансовой нестабильностью / В. Козюк, И. Чирак // Журнал европейской экономики. – 2013. – Т. 12, № 3. – 273–289 с.
2. Петрова Д. Масааки Ширакава: предотвратит кризис или преодолеть последствия [Электронный ресурс] / Д. Петрова. – Режим доступа : <http://financial-rating.ru/news/theme-of-the-day/2316/>.
3. Стейн Д. До, после и посередине [Электронный ресурс] / Д. Стейн // Бюллетень “FEDSPEAK”. – 2013. – Режим доступа : <http://www.fedspeak.ru/131018-Stein%20-%20Lean%20clean%20and%20in-between.htm>.
4. Bernanke B. The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit [E-source] / B. Bernanke // Speech at the Federal Reserve Board of Governors. – 2005. – March. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
5. Blanchard O. Rethinking macroeconomic policy / O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro // IMF Staff Position Note. – 2010. – February. – 18 p.
6. Borio C. Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus / C. Borio, P. Lowe // BIS Working Paper. – 2002. – No. 114. – 47 p.
7. Bruno V. Bank for Int’l Settlements, Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy / V. Bruno, H. Song Shin // Working Paper. – 2012. – No. 400. – 31 p.
8. Claessens S. The Interaction of monetary and Macro-prudential Policies / S. Claessens // IMF Working Paper. – 2013 – 35 p.

9. Donald L. Kohn, Monetary Policy and Asset Prices Revisited [E-source] / L. Donald // Speech at the Cato Institute's 26th Annual Monetary Policy Conference. – Washington, D.C. – 2008. – November. – Access mode : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081119a.htm>.
10. Emmanuel F. Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts / F. Emmanuel, J. Tirole // The American Economic Review. – 2012. – No. 102(1) – 60 p.
11. Franklin A. Bubbles and Crises / A. Franklin, D. Gale // Economic Journal 110. – 2000. – 460 p.
12. Gerhard I. Financial Stability and Monetary Policy: A Framework / I. Gerhard // CE-Sifo Working Paper Series. – 2007. – No. 1971. – 22 p.
13. Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy / M. Goodfriend // Journal of Economic Perspectives, American Economic Association. – 2007. – Vol. 21(4). – 47–68 p.
14. Goodhart C. Foreclosures, Monetary Policy and Financial Stability / C. Goodhart // Materials of Conference Proceedings of the 10th International Academic Conference on Economic and Social Development. – Moscow, 2009. – 20 p.
15. Heath D. International coordination of macroprudential and monetary policy / D. Heath // Georgetown Journal of International Law. – 2014. – 1093 – 1136 p.
16. Merrouche O. What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007 / O. Merrouche, E. Nier // IMF Working Paper. – 2010. – No. WP/10/265. – 64 p.
17. Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views // BIS Papers. – No. 18. – 2003. – 41 p.
18. Smets F. Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? / F. Smets // Riksbank Quarterly Economic Review. – 2013. – 33 p.

Отримано 20.11.2014

Summary

The article investigates the impact of monetary policy on financial stability. In particular, the impact of interest rates' changes by central banks to credit cycle and asset value was analyzed. Main factors that perform a moderating effect on the transmission mechanism of monetary policy were investigated. The approaches to the role of monetary policy in financial stability ensuring were considered.

Keywords: monetary policy, financial stability, interest rate, financial imbalances, financial cycle, asset prices.