

*І.О. АРТЕМ'ЄВА,
кандидат економічних наук
Національна академія статистики, обліку та аудиту*

Взаємодія грошово-кредитної та макропруденційної політик у посткризовій економіці

Загальновизнаним серед економістів та політиків є той факт, що однією з основних причин останньої глобальної фінансової кризи виявилися прорахунки в організації державного економічного регулювання. До кризи основною метою традиційної грошово-кредитної політики було підтримання стабільності цін, що вважалося необхідною та достатньою умовою для забезпечення фінансової стабільності. Остання розглядалась як сума окремих стійких фінансових інститутів, і тому фінансове регулювання та нагляд зосереджувалися саме на окремих інститутах та їхніх ризиках (такий підхід отримав назву мікропруденційного). Але криза виявила об'єктивну нездатність традиційного регулювання забезпечувати стабільність фінансової системи в цілому, тому проблеми його реформування опинилися в центрі уваги вчених та практиків у посткризовий період. У цьому контексті почалося розроблення більш системного підходу до фінансового регулювання, який отримав назву макропруденційного. Метою макропруденційної політики є виявлення та зменшення ризику дестабілізації фінансової системи як цілого (системного ризику), а також зниження витрат реальної економіки, пов'язаних з кризовими явищами у сфері фінансових послуг.

Упродовж останніх років іноземні вчені (К. Боріо, Я. Брокмайер, М. Бруннермайер, М. Дремманн, Дж. Йєлен, Х. Каруана, А. Крокетт, Я. Осинский, Д.Ф.Унсал тощо) та українські науковці (Я. Белінська, В. Міщенко, А. Петрик, Є. Швець та ін.) зробили вагомий внесок у дослідження трансформаційних процесів в системі забезпечення

макрофінансової стабільності. Але оскільки ці процеси перебувають на початковій стадії свого розвитку, потрібна подальша робота щодо їх адекватного скерування на локальному та глобальному рівнях. Зокрема, однією з ключових проблем залишається взаємодія розроблювальної макропруденційної політики з традиційною монетарною, оскільки обидві ці політики мають на меті забезпечити макроекономічну стабільність, при цьому реалізація заходів кожної з цих політик може впливати на ефективність заходів іншої. Отже, визначення оптимального формату взаємодії макропруденційної та грошово-кредитної політик у системі забезпечення макрофінансової стабільності за умов посткризового розвитку економіки є дуже важливим завданням.

Метою даної статті є з'ясування характеру взаємодії макропруденційної та грошово-кредитної політик та визначення напрямів її оптимізації.

Як було зазначено вище, макропруденційна політика спрямована на зменшення системного ризику, тобто ризику виникнення у сфері надання ключових фінансових послуг (до яких відносять кредитне посередництво, ризик-менеджмент та розрахункове обслуговування) таких збоїв, які викликані погіршенням ситуації в усіх складових фінансової системи та можуть спричинити вагомі негативні наслідки для реальної економіки [1, р. 2]. Успішна макропруденційна політика знижує ймовірність та потенційну глибину фінансових криз і таким чином стабілізує довгостроковий розвиток економіки. Зокрема, макропруденційна політика може сприяти підвищенню стійкості фінансової системи завдяки запровадженню жорсткіших, ніж звичайно, вимог щодо резервів капіталу та ліквідності фінансових інститутів у часи економічного зростання із тим, щоб використовувати зарезервовані кошти у разі виникнення проблем.

В ідеальному світі макропруденційна політика нейтралізувала б нарощування системного ризику фінансового сектора, у той час як

грошово-кредитна політика зосереджувалася б на стабілізації цін. Але в реальній економіці це навряд чи можливо, оскільки макропруденційна та монетарна політики мають багато спільного (цілі, деякі канали передатного механізму тощо), а сфери їхнього впливу частково перетинаються. Так, монетарна політика може впливати на системний ризик через декілька каналів. По-перше, вона великою мірою визначає ціни активів, адже процентні ставки, що їх регулює грошово-кредитна політика, є альтернативною вартістю утримання активів. Теоретично підвищення цін на активи, зумовлене зниженням процентних ставок, не обов'язково має спричинити виникнення “бульбашок” на ринку активів. Але якщо така “бульбашка” утворилася, особливо, якщо її зростання фінансується за рахунок запозичень (як це було напередодні глобальної кризи), результатом може стати нарощування системного ризику. По-друге, низькі процентні ставки спонукають інвесторів шукати більшої дохідності у гірших за якістю сегментах кредитного ринку та купувати ризиковані активи через їхню прибутковість. При цьому інвестори можуть приймати більший ризик унаслідок традиційної асиметричності монетарної політики (звичайно під час фази зростання економічного циклу, коли ціни на активи збільшуються, центральні банки поводять себе пасивно, а під час фази падіння, коли ціни на активи знижуються, центральні банки намагаються протидіяти цьому, знижуючи процентні ставки). По-третє, за умов реалізації політики “дешевих грошей” фінансові інститути збільшують свої запозичення, що спричиняє нарощування левериджу. Це може відбуватися також у неявний спосіб. Наприклад, якщо банк підтримує цільовий рівень левериджу, тоді за умов низьких процентних ставок, коли ціни активів банку зростають, забезпечення цільового рівня левериджу вимагає додаткових запозичень. Така ситуація також спричиняє нарощування ризику у фінансовій системі в цілому, оскільки джерела безпечних запозичень обмежені і фінансові інститути

змушені вдаватися до більш ризикованих запозичень [2, р. 10; 3, р. 23; 4, р. 59–61].

У свою чергу, макропруденційні заходи також можуть втручатися у сферу монетарної політики, оскільки, впливаючи на умови кредитування, вони змінюють передатний механізм монетарної політики. Наприклад, запровадження додаткових макропруденційних заходів регулювання банківської діяльності у вигляді більш жорстких вимог резервування підвищить фінансову стабільність та захистить споживачів банківських послуг, але водночас збільшить витрати банків, а отже, може спричинити зростання банківського процента. Макропруденційна політика здатна також здійснювати вплив на реальну економіку, оскільки запровадження її заходів обмежить доступ до кредиту, а отже, може сповільнити економічне зростання. Це помітно ускладнює завдання щодо обмеження концентрації системного ризику в сучасній посткризовій економіці. З одного боку, для обмеження системного ризику незаперечною є необхідність запровадження заходів макропруденційної політики, зокрема, жорсткіших вимог до капіталу та ліквідності банків, з іншого боку, в багатьох країнах досі зберігається високий рівень безробіття, а відновлення після кризи відбувається надто повільними темпами. Тому для того, щоб макропруденційні заходи, передбачені новими банківськими стандартами Базель III, ще більше не уповільнили процеси економічного відновлення, зазначені стандарти запроваджуватимуть поступово, протягом декількох років. Це, як очікують експерти, дозволить уникнути надмірного обмеження кредитування та зменшення темпів економічного зростання, які монетарна політика на сучасному етапі свого розвитку буде не здатна компенсувати [2, р. 10; 3, р. 23–24].

Незважаючи на схожість впливу макропруденційної та монетарної політик на сукупні попит і пропозицію грошей та фінансовий стан

економіки, між цими політиками існує суттєва різниця, що полягає в наступному.

По-перше, протягом останніх десятиліть розроблений концептуальний базис монетарної політики: наявний консенсус щодо визначення цінової стабільності, методів вимірювання інфляції, функціонування передатного механізму, переваг та обмежень використовуваних аналітичних моделей тощо. На противагу цьому, розробка макропруденційної політики перебуває на початковій стадії, її адекватна аналітична база ще не створена.

По-друге, цілі грошово-кредитної та макропруденційної політик істотно відрізняються з погляду їхнього кількісного вимірювання. З одного боку, мета монетарної політики — цінова стабільність — чітко вимірюється за допомогою загальноприйнятих цінових індексів, тому її результативність можна легко визначити. З іншого боку, мета макропруденційної політики — фінансова стабільність є складним та багатоаспектним поняттям, при визначенні якого потрібно враховувати нарощування системного ризику в зв'язку зі зміною цін на активи, зростанням взаємної залежності між фінансовими установами, зовнішніми впливами на економіку тощо. Тому результативність макропруденційної політики не може бути обмірюваною за допомогою єдиного показника, а стратегія досягнення її цілей має бути більш складною та багатовимірною, ніж у грошово-кредитної політики.

По-третє, монетарна політика має чітко визначений набір інструментів. Діапазон макропруденційних інструментів через багатоаспектність системного ризику є набагато ширшим, причому стосовно ефективності багатьох з цих інструментів немає жодних емпіричних даних.

По-четверте, грошово-кредитна політика впливає на кредитні можливості усіх фінансових інститутів однаково, у той час як

макропруденційні інструменти можуть бути використані безпосередньо у сфері підвищеної концентрації системного ризику (наприклад, в економічному сегменті, де почали формуватися ринкові “бульбашки”, або стосовно системно-важливих фінансових інститутів, що мають велику кількість клієнтів та партнерів), не спричиняючи загального пригнічення економічної активності, при цьому вони є гнучкішими та краще піддаються диференціації.

По-п’яте, тривалість фінансових циклів набагато довша за тривалість циклів ділової активності, тому фінансові кризи відбуваються значно рідше (протягом останніх десятиліть для більшості країн не частіше одного разу на 20–25 років), ніж рецесії, тому частота прийняття рішень у макропруденційній політиці має бути меншою, ніж у грошово-кредитній.

Усе вищенаведене свідчить, що кожна з політик має певні переваги та обмеження, причому інструментарію жодної з них недостатньо для забезпечення фінансової та макроекономічної стабільності. З цього випливає, що для підтримання стабільного довгострокового розвитку економіки доцільним є поєднання заходів грошово-кредитної та макропруденційної політик. Це підтверджується результатами низки проведених досліджень [5–7]. Згідно з результатами дослідження [5], за використання тільки макропруденційних заходів для відновлення економіки після шоку попит та інфляція стають мінливішими, а падіння добробуту більшим, ніж за виключно монетарного регулювання. Водночас, застосування тільки монетарних заходів виявилось менш ефективним, ніж поєднання заходів монетарної та макропруденційної політик, оскільки в останньому випадку зростання зовнішнього та внутрішнього державного боргу, темпи інфляції, падіння виробництва та зниження рівня добробуту населення були значно меншими. Автори дослідження [6] змоделювали декілька різних економічних ситуацій для зони євро та довели, що в усіх цих ситуаціях доповнення заходів грошово-кредитної політики

макропруденційними заходами більшою або меншою мірою знижує волатильність макроекономічних показників та підвищує добробут населення. У дослідженні [7] показано, що в ситуації, коли економічна динаміка визначається станом реальної економіки, застосування макропруденційних заходів має обмежену ефективність щодо забезпечення макроекономічної стабільності, але в ситуації, коли макроекономічні коливання спричиняються переважно фінансовими циклами, запровадження макропруденційних заходів на додаток до монетарних є значно ефективнішим, ніж використання виключно монетарних заходів.

Стосовно формату взаємодії монетарної та макропруденційної політик у посткризовій системі забезпечення стабільного довгострокового розвитку економіки можна сказати наступне. Провідна роль у цій взаємодії має належати монетарній політиці. Це зумовлено тим, що, як було показано вище: 1) джерелом макроекономічних дисбалансів частіше стають проблеми реальної економіки, а не фінансові шоки; 2) монетарна політика є набагато краще розробленою, а її вплив на економіку більш зрозумілий та емпірично перевірений. При цьому, як і раніше, монетарна політика повинна в першу чергу приділяти увагу підтриманню цінової стабільності, оскільки остання є також необхідною (але, як виявилось під час кризи, недостатньою) умовою фінансової стабільності. Водночас, грошово-кредитна політика має збільшити свій внесок у підтримання фінансової стабільності. Глобальна фінансова криза довела, що грошово-кредитна політика, зосереджена виключно на стабілізації цін з горизонтом прогнозування не більше двох років не є достатньою для забезпечення фінансової стабільності, а отже, і для довгострокової стабілізації інфляційних процесів. Через свій маленький період прогнозування монетарна політика може навіть сприяти підвищенню вразливості фінансової системи. Отже, для того, щоб адаптувати грошово-кредитну політику до сучасних вимог, доцільно збільшити її прогнозний горизонт на

декілька років, що дозволило б краще оцінювати потенційні загрози фінансовій стабільності з боку заходів монетарної політики, у тому числі від зміни процентних ставок. Окрім цього, грошово-кредитна політика не повинна продовжувати розглядати виникнення кредитних циклів та зміну цін на активи як екзогенні явища, оскільки вони великою мірою визначаються самою цією політикою. Грошово-кредитна політика має стати більш симетричною, тобто більш відповідною фазам підйому та спаду циклів фінансової та ділової активності: центральні банки не повинні зосереджуватися виключно на розв'язанні проблем під час спаду, потрібно також активно втручатися у ситуацію під час фази економічного підйому, обмежуючи нарощування фінансових дисбалансів. Так, через управління короткостроковими процентними ставками можна стримувати тенденції нарощування левериджу, підвищення цін на активи та прийняття унаслідок цього надмірного ризику в масштабах всієї економіки.

Водночас зрозуміло, що вплив монетарної політики на зазначені показники є обмеженим, що пов'язано з наступним. По-перше, монетарним органам важко виявляти дисбаланси у фінансовій системі, оскільки небанківський кредитний сектор, який до початку кризи зрівнявся за розмірами та значущістю з офіційною банківською системою, знаходиться поза периметром регулювання грошово-кредитної політики. По-друге, залишається відкритим питання про те, як реагувати на виявлене зростання ризиків, тому що, наприклад, рівень макроекономічної небезпеки від нарощування левериджу або підвищення цін на активи є різним в залежності від того, де це відбувається: на рівні домогосподарств, у фінансовому або в корпоративному секторі. Слід також відзначити, що найбільш вживаний інструмент монетарної політики — процентні ставки — має, як виявилось під час кризи, неоднозначний та обмежений вплив на економіку: низькі процентні ставки можуть спричинити прийняття інвесторами підвищених ризиків через пошук більшої дохідності, у свою

чергу, збільшення процентних ставок у відкритій економіці зумовлює приплив капіталу з-за кордону, що насичує внутрішній ринок грошима та нейтралізує намагання органів управління обмежити ділову активність. До того ж зміна процентних ставок впливає на усі фінансові інститути однаково, а в деяких ситуаціях потрібний вибірковий вплив (наприклад, за виникнення “бульбашок” в конкретному сегменті). Окрім цього, результати досліджень доводять, що помірна зміна процентних ставок суттєво не сприяє відновленню порушеної фінансової рівноваги, а баланси фінансових посередників більш чутливі до спреду між довго- та короткостроковими ставками, над який монетарна політика має дуже незначний вплив [8]. Усе сказане уможливорює висновок про відсутність у монетарної політики достатніх можливостей для попередження та подолання потужної кризи за допомогою власного інструментарію.

Для розв’язання описаних вище проблем більш дієвою буде макропруденційна політика. Стабілізуючи фінансову систему, ефективна макропруденційна політика має знизити навантаження на монетарну політику завдяки наступному: 1) вона зменшить частоту та масштаби проблем у фінансовому секторі, які можуть позначитися на розвитку реальної економіки; 2) макропруденційна політика підвищить дієвість монетарної політики завдяки попередженню збоїв в роботі фінансової системи, викликаних зміною процентних ставок; 3) ефективні макропруденційні заходи можуть усунути потребу у зміні процентних ставок у ситуаціях, коли така зміна є необхідною для досягнення фінансової стабілізації, але недоречною з погляду забезпечення макроекономічної стабільності [9, р. 100–101].

Більшість часу монетарна та макропруденційна політики будуть мати однакову спрямованість (послаблення або більша жорсткість). Однак їхня порівняльна ефективність в конкретних ситуаціях повинна бути ретельно зважена. Наприклад, недоречно для нейтралізації інфляційних ризиків

надавати перевагу не монетарним, а макропруденційним заходам, оскільки вплив останніх на сукупний попит та інфляційні очікування є слабким та невизначеним у порівнянні з впливом зміни процентних ставок.

Однак іноді монетарна та макропруденційна політика можуть діяти у протилежних напрямках, що найбільш ймовірно в ситуації, коли одночасно наявні посилення інфляційних тенденцій та загальносистемні проблеми у фінансовому секторі. За таких обставин вимоги макропруденційної політики мають бути послаблені задля попередження розвитку фінансової кризи, у той час як монетарна політика ставатиме жорсткішою з метою зниження інфляційного тиску. Але такий стан справ не свідчатиме про конфлікт політик, а демонструватиме їхню здатність доповнювати одна одну.

Наявність взаємного впливу та можливість взаємодії макропруденційної та монетарної політик передбачає координацію досліджуваних політик, яка є необхідною з трьох причин: 1) є небезпека виникнення конфлікту між нескоординованими заходами, спрямованими на досягнення різних цілей; 2) у випадках, коли заходи різних політик не конфліктують, а підсилюють один одного, їхнє скоординоване використання додатково збільшить результативність такої взаємодії; 3) деяких цілей неможливо досягти засобами тільки однієї з політик, у таких випадках скоординоване використання обох політик є єдиним можливим способом розв'язання проблеми.

Координація політик може бути забезпечена декількома способами. Один з них — це визначення єдиної державної установи, яка буде реалізовувати обидві політики одночасно і відповідати як за макроекономічну, так і за фінансову стабільність у країні. Найбільш очевидним кандидатом на цю роль є незалежний центральний банк. Водночас, можливі й інші варіанти. Наприклад, за реалізацію досліджуваних політик будуть відповідати різні установи, але кожна з них

буде мати право вето на рішення іншої або в них буде запроваджене подвійне членство. Також можуть бути передбачені обов'язкові консультації та обмін інформацією між такими установами.

Усе вищенаведене уможливорює наступні висновки.

1. Монетарна та макропруденційна політики мають багато спільного, у кожній з них є певні переваги та обмеження, але інструментарію жодної з них недостатньо для забезпечення фінансової та макроекономічної стабільності, тому поєднання монетарних та макропруденційних інструментів є більш ефективним, ніж застосування інструментів тільки однієї з політик.

2. Провідна роль у взаємодії обох політик має належати монетарній політиці, яка, концентруючись на підтриманні стабільного рівня інфляції, має також враховувати вплив своїх заходів на нарощування системного ризику у фінансовій системі. Макропруденційна політика повинна доповнювати монетарну політику та вдосконалювати традиційне регулювання економіки в цілому та фінансового сектора зокрема завдяки максимальному обмеженню нарощування ризиків, що виникають на рівні фінансової системи. Перешкодами в забезпеченні ефективної взаємодії обох політик можуть стати наявна нестача знань про поведінку фінансової системи, про її зв'язок з реальною економікою та чутливість до регулятивних впливів.

3. Розроблення та реалізація грошово-кредитної та макропруденційної політик повинні бути скоординованими з метою взаємного посилення ефективності зазначених політик та уникнення конфліктів між ними.

Список використаних джерел

1. Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. — Bank for International Settlements. — CGFS Papers No 38. — May 2010. — 31 p.

2. Yellen J.L. Macroprudential supervision and monetary policy in the post-crisis world // *Business Economics*. — 2011. — Vol. 46, No. 1. — P. 3–12.
3. Ingves S. Challenges for the design and conduct of macroprudential policy // *BIS Papers No 60. Macroprudential regulation and policy. Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 17–18 January 2011.* — December 2011. — P. 16 – 28.
4. Melolinna M., Vauhkonen J. Macroprudential policy and its relationship to monetary policy // *Bank of Finland Bulletin*. — 2011. — No. 1. — P. 52–66.
5. Unsal D. F. Capital flows and financial stability: monetary policy and macroprudential responses // *IMF Research Bulletin*. — 2011. — V. 12, No. 3. — P. 1, 4–5.
6. Quint D., Rabanal P. Monetary and macroprudential policy in an estimated DSGE Model of the euro area. — 12th Jacques Polak Annual Research Conference Working Paper. — November 2011. — 57 p.
7. Angelini P., Neri S., Panetta F. Monetary and macroprudential policies. — *Banca d'Italia. — Tema di discussione No. 801.* — March 2011. — 39 p.
8. Merrouche O. Nier E. W. What caused the global financial crisis? Evidence on the drivers of financial imbalances 1999–2007. — *International Monetary Fund. — Working Paper 10/265.* — December 2010. — 64 p.
9. 80th Annual Report. 1 April 2009–31 March 2010. — Basel: Werner Druck AG, Bank for International Settlements, 2010. — 216 p.